



October 1, 2002

ブルガリアの金融制度とカレンシーボード制¹

上席研究員 田中 和子

(Kazuko Tanaka)

ktanaka@iima.or.jp

はじめに

ブルガリアはバルカン半島南東部に位置する人口約 800 万人の小国で、他の中東欧諸国と同様 1989 年に社会主義計画経済から市場経済への移行を開始した。しかし、巨額の対外債務を抱え、政治的にも経済的にも破綻状態にあるなど他の国にも増して不利な初期条件下にあった同国は、政策決定の不安定さに加えてコメコン崩壊、ユーゴ危機の影響も受け、経済は 97 年までほとんど毎年マイナス成長を辿った。

しかし、同年のカレンシーボード制 (CBA) 導入を契機にインフレ低下、金利下降、財政赤字の縮小等、経済はそれまでとは打って変わった改善を見せ、大きく落ち込んだ実質経済規模も 98 年以降は平均 4% の成長を遂げている。ポーランド、チェコ、ハンガリー等より遅れて第 2 陣での開始となった EU 加盟交渉でも、経済に節度と安定がもたらされたことで、EU の法基準体系であるアキに適合させるために達成すべき 31 章のうち 21 章について交渉を終了させるなど、急速にキャッチアップしている。

カレンシーボード制については昨年末にアルゼンチンが放棄するなど、途上国の通貨制度としての輝きを失っているが、ブルガリアにおいては安定と成長のための基盤として機能しており、ブルガリアのような経済開放度の高い小国にとっては有効であることを示している。政府は EU 加盟及びユーロ導入時点までこれを維持する意図を表明している。

本稿では、金融面を中心にブルガリアの経済についてカレンシーボード導入に至った経緯とその後の展開、そして今後の EU 加盟とユーロ導入に向けた課題について見ていくこととしたい。

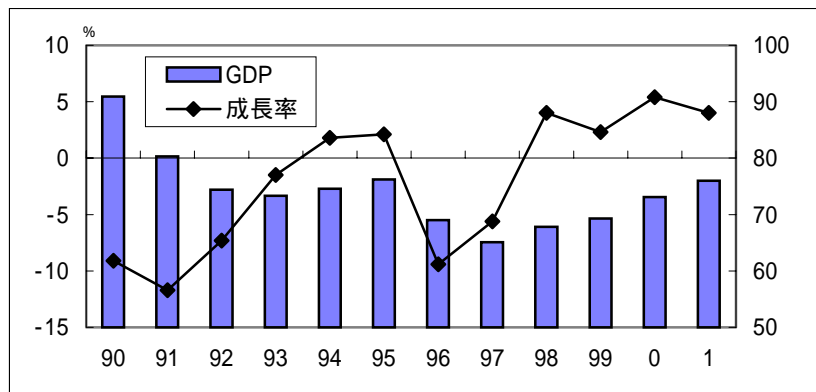
¹本稿は、外国為替貿易研究会 国際金融第 1093 号 (2002.10.1 付) に掲載されたものである。

1. 制度導入前の経済の混乱

(1) 困難な初期条件と構造改革の遅れ

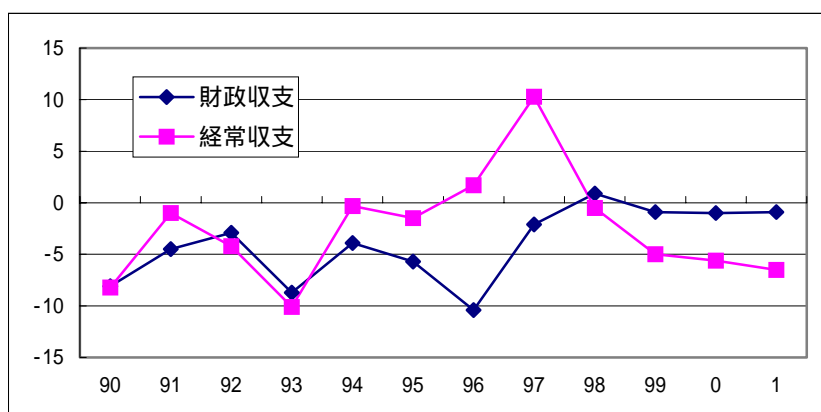
1989年11月に体制転換を開始したブルガリアは、80年代の共産主義体制内での経済改革の失敗からインフレと物不足に加えて多額の財政赤字とGDP比100%を超える対外債務を抱えるなど、他の中東欧の移行国に比べても著しく劣悪な状態にあった。不安定な政治状況で改革も遅れ、91年2月になってようやくIMF等の支援を得て本格的な市場経済移行のためのショック療法的改革（大部分の価格の自由化、為替レート自由化、金利引き上げ、緊縮財政、所有権の復活、国営企業の民営化）にとりかかったが、貿易比率が80%にも上っていたコメコンが91年に崩壊したことなどもあり、93年にかけて経済は大きく落ち込んだ。94年になると輸出好転と設備投資の回復からわずかながらプラス成長に転じ、インフレ率や失業率等の指標にも好転の兆しが見られたが、引き続き不安定な政権のもとで財政や国営企業の構造改革政策の実施が滞り、96年5月には大規模な銀行取付けが発生、97年の通貨金融危機へと発展した。

(図表1) ブルガリアの実質成長率とGDP水準(1989=100)



出所) BNB、EBRD

(図表2) 財政収支と経常収支の推移 (対GDP比、%)



出所) IMF、EBRD 等

(2) 弱い金融制度と96-7年の金融危機

経済面での困難な状況と同様に、金融制度の面でも構造改革の遅れが脆弱性につながった。体制変換以前は他の移行国と同様単一銀行制度が採られ、発券業務と商業銀行業務を行うブルガリア国立銀行(BNB)のほかは個人貯蓄を扱う国立貯蓄銀行(SSB、現在のDSK)、外国為替業務を行うブルガリア外国貿易銀行(現在のBulbank)、中小企業向けのMineralbank等に限られていた。

89年末から二層銀行制度へむけての改革が始まり、中央銀行としてのBNBからは支店が59の国営商業銀行として分割され、87年に設立されていた部門別の投資銀行7行も商業銀行に転換された。しかし、赤字国有企業に対する政策融資など構造問題を抱え、資本不足と監督の不備により商業銀行が弱体化する中で、BNBも独立かつ効果的な金融政策を行い得ず、結果的に財政赤字や企業の赤字をファイナンスし続けることとなった。

92年の「銀行及び信用活動法」により商業銀行の活動の基本法制が整ったが、それまで計画経済下で決められた資金貸付を行ってきた銀行は、与信判断など貸出についての専門知識を欠いており、また、多くが小規模で非効率なものであったため、銀行統合会社(BCC)の設置により国営銀行の整理統合が進められることとなった。しかし、その統合は比較的経営状態の良い銀行と経営困難行の合体が一般的であり²、また、これらの銀行は96年まで民営化されることはなかった。他方で民間銀行の設立が増加したが、その多くは開設資金を国営銀行からの借入によっていたうえ、自己の企業経営のために企業家自身によって設立されたものであったため、企業と銀行の癒着、マフィアの関与なども見られ、返済の見込みのない貸付が多く行われた³。しかも、内部監査を含めた法規制はまだ整っておらず、その後参入を始めた外銀については競争が制限されたことから、その金融ノウハウ等も広がらなかった。こうして景気後退のなかで銀行による無分別な貸付が行われた結果、95年

²これらの銀行がかつての投資銀行から受け継いだ国営企業向け貸付の多くは外貨建てであり、それらが不良債権化するなかでレフの下落によりレフ・ベース債権額は増加することとなった。

³95年までの銀行の資金取り入れはBNBあるいはインターバンクでの借入(特にSSBからの放出)が多く、非銀行部門からの預金シェアは20-50%と低かった一方、銀行の非金融部門への貸出は総資産の40-50%にのぼった。これは他の移行国の中でも高いものであった。

までに総与信残高の約 75%が不良債権化、96 年初には大手国営銀行も Bulbank を除き全て資本不足に陥り、商業銀行の機能は実質的に麻痺状態となった。

この間国営銀行の抱える不良債権については、91 年から 96 年にかけて特別国債（ZUNK）を対価とする政府による買取りが行われた（外貨建て債務には外貨建て国債が交付された⁴）が、低利の国債であり、その後も赤字国有企業への貸し付けが強要されたため、国営銀行の経営改善にはつながらなかった。こうした銀行の弱体化は金融政策にもはね返り、BNB は銀行破綻を避けるため資金供給を続けたため、マネーサプライの管理が不能になり、インフレの急騰を招いた。96 年央になって BNB は金利を引き上げたが、インフレ高騰とレフ下落をとめることはできなかった。他方、金利引上げによって政府の国債利払費用や銀行の不良資産拡大をもたらすこととなった。

（図表 3）金融危機直前の主要銀行資産状況 （単位 1000BGN）

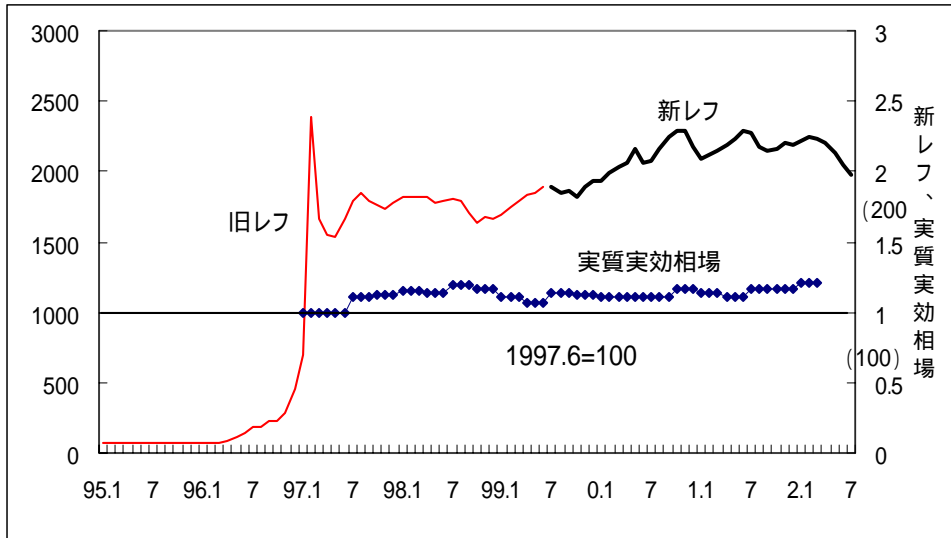
	95 年 12 月末		96 年 4 月末	
	資産	純資産	資産	純資産
Bulbank	265,238	31,773	263,243	15,648
Biochim	70,344	-8,219	40,402	-12,073
UBB	63,805	-14,903	35,616	-17,476
Balkanbank	61,896	-14,400	29,161	-28,594
Mineralbank	48,123	-7,740	30,612	-9,133
Economic Bank	41,895	-15,374	16,738	-20,028
Hebrosbank	38,876	-5,158	19,462	-9,482
Expressbank	30,580	-1,429	22,961	-3,133
Bulgarian Post Bank	22,955	-749	18,820	-5,096
Yambol Bank	17,872	-3,578	843	-4,164
国営銀行計	661,584	-39,777	477,864	-93,532
民間銀行計	242,453	-13,853	236,118	--
外国銀行	6,671	287	6,525	--

（出所）IMF WP/02/56, 2002 年 3 月

また、銀行危機の深刻化を背景に、95 年央から特に外貨預金の引き出しが集中し、流動性危機が発生した。しかし、倒産法の整備が出来ていなかったことや BNB による銀行免許取り消し権限に疑義がはさまれたため、BNB は問題銀行の閉鎖も出来ず、多額の資金の放出を余儀なくされた。銀行法の修正により BNB の権限が強化され、大手 2 行を含む 5 行が閉鎖されたのは、96 年 5 月に再び取付けが生じた後のこととなった。このほかに

（図表 4）レフの対ドル相場、実効相場の推移

⁴ しかし、これらの国債は 97 年のレフ下落の際には銀行の資産増加に大いに寄与することとなった。



も銀行部門と通貨への信頼回復のための試みがなされた⁵がほとんど効果はなく、12月の政権崩壊とともに深刻な通貨金融危機に発展した。通貨レフ（複数レバ）の対ドル相場は95年末の71レバから97年2月には3000レバを超え、外貨準備も4億ドル以下と輸入金額の2ヶ月分を切るまでに落ち込んだ。

2. 制度導入後の金融政策・金融制度

(1) カレンシーボード制の導入

金融制度の構造問題により金融政策が自律性を喪失した状態を建て直すためには、新たに信頼できるルールに基づいた明確な政策の採用が不可避であった。IMFはすでに融資を中断し、融資再開の条件として通貨供給を外貨準備にリンクさせるCBAの導入を提案していたが、外貨準備が枯渇し、銀行制度が弱体化した中での同制度導入には国内に反対論もなかったわけではない。しかし、通貨への信頼回復とIMFの融資再開のためには他に選択肢はなく、97年7月からCBAが実施に移された。

CBAは自国通貨の為替相場を準備通貨に固定するもので、マネタリーベースの変化は総合国際収支＝外貨準備の変動に等しく維持される。そのため政策当局者はマネタリーベースを恣意的にコントロールできなくなり、また、商業銀行による中銀借入のような制度も廃されることになる。

当時はレフの為替市場での取引のほとんどが対米ドルであったが、基準となる準備通貨としてはマルクが選ばれ、97年3-5月の平均相場である対マルク927レバをもとに1ドイツマルク＝1,000レバ（後のデノミで1マルク＝1レフに、99年1月1ユーロ＝1.9558レバ）に固定された。ドイツマルクが選ばれたのはEUとの比重を高めつつあったブルガリ

⁵ 96年銀行法の改正及び97年の新銀行法により銀行のプルーデンシャル法規制、監督強化、会計の透明化・外部監査義務付け、最低資本金の引き上げ、自己資本比率の引き上げ（97年末8%から98年末10%、99年末12%）などが行われた。

アの貿易構造と EU 加盟を目指した戦略によるもので、かつレートは急速な切り上げを回避するため減価した水準に決められた。結果として、不足するとみられた外貨準備は 97 年前半の通貨需要の減退によるマネタリーベースの縮小と IMF 融資等によりマネタリーベースを十分にカバーできるものとなり、2002 年 8 月現在ではマネタリーベースの 114.5% の水準で安定的に推移している。

CBA 導入の結果、97 年下期には早くもハイパーインフレは収束、00 年は石油価格上昇にもかかわらずインフレ率は年末比 11.4% の上昇にとどまり、01 年は 4.8% にまで低下した。また、金利低下と金融政策担当者の裁量性の制限による財政規律の確保により財政赤字は大幅に縮小し、中銀による商業銀行への貸付廃止を背景とした国有企業への貸出減少により国有企業のリストラが促進されるなど、CBA は多くの面での改善につながった。

(2) ブルガリアの CBA の特徴

ブルガリアの CBA の特徴は、BNB における発券局と銀行局の分離である⁶。発券局は CBA の中枢であり、外貨保有、為替、マネーサプライにかかわる取引のほとんどを行う。通常の CBA では外貨準備と国内通貨の関係をさらに確実に関連づけるため、政府債をはじめとする国内資産は保有されず、市中銀行への貸出も行わないのが原則である。しかし、ブルガリアの CBA は切迫した危機の際に導入されたため、危機時に最後の貸し手機能が果たせるよう⁷、外貨準備の一部が別途銀行局に託されている（当初約 3 億ドルで銀行部門の預金の半分をカバーした）。こうした分離は IMF 引出や返済によるマネタリーベースへの影響をなくし、マネーサプライのボラティリティを減少させるなど、多額の対外債務を抱える国にとっては利点がある。民営化による国有企業の外国への売却などの政府の対外取引も、銀行局勘定を通じることによりマネーサプライから遮断されている。IMF からの借入に見合う場合に限ってはあがるが、政府への貸付が可能となっている点でも純粋な CBA と異なる。また、透明性を維持するため、発券局の勘定は週単位で公表されている。

(図表 5) ブルガリア国立銀行のバランスシート (2002 年 8 月)

	資産 (1000BGN)		負債 (1000BGN)	
発券局勘定	外貨準備	8,121,639	通貨性債務	7,094,208
	外貨	1,787,614	銀行券・硬貨	3,204,329
	貨幣用金	640,963	商業銀行決済勘定	565,313
	外国証券	5,693,062	政府預金	3,108,189
			その他預金	216,377

⁶アルゼンチンや香港、リトアニアの CBA は単一方式であり、ブルガリアの制度はエストニアとともにより正当なカレンシーボード制であるとされる。

⁷危機時の貸付は、支払い能力を有しながら当該銀行の流動性が欠如し、金融システムの安定が危機に瀕する場合のみに限られ、かつ流動的資産の担保があり、3 ヶ月を超えてはならないとされている。貸付が行われた場合は、発券局勘定に通貨性負債の増加と銀行局預金の減少、銀行局勘定に対発券局預金減少と市中銀行への信用残高増加として記載される。

	受け取り利息	105,189	支払い利息	6,272
			銀行局預金	1,131,348
銀行局勘定	対発券局預金	1,131,348	債務	3,755,450
	対政府貸付	2,083,964	IMF 借入	2,145,454
	対商業銀行貸付	26	その他長期債務等	1,609,811
	受け取り利息	0	支払い利息	184
	その他資産	1,756,029	資本・準備金	1,215,917
	IMF 割当等	1,604,500		

出所) BNB

外貨準備については外貨準備の構成・運用方針等が明確に規定されており、信用リスク、為替リスク、金利リスクを考慮して投資されることになっている。外貨準備は安全度の高い外銀預金や国際的に高い格付けの債券で持たねばならず、為替リスクを避けるため外貨建て債務とのバランスを反映させる必要がある。金利リスクを最小にするとともに市場でのユーロ需要⁸にこたえられるよう、流動性の高い短期債での運用（60%以上が1年以下）が求められている。外貨準備は97年末の22.3億ユーロ（24.7億ドル）から02年6月末には40.4億ユーロ（40.3億ドル）に増加しており、構成ではユーロが84～88%、米ドルが7～11%（00年上期）と、ユーロが主体になってきている。

（3）金融制度の改革

CBA制度の導入によって金融政策上の基盤が固められると同時に、銀行システムをはじめ金融制度の改革も進捗がみられるようになった。特にCBA制度の下では中銀の最後の貸し手機能は強く制限されているため、健全な銀行制度の維持が重要である。

90年代前半のブルガリアの銀行行政は、外銀の参入を規制しながら国営銀行の統合による大規模化を推進するもので、国営銀行数は91年の72行から95年には12行に減少した。民間銀行の数は逆に6行から25行に増加するとともに、高い金融技術や経験をもつ外資・外銀の参入も3行と4支店が認められた。しかし、国内銀行保護の観点からその業務は主として対外取引に限定されていたため、金融制度の健全化にはほとんど寄与しなかった。

CBAが導入された97年以降ユナイテッド・ブルガリアバンク（UBB）やポストバンクなど多くの国営銀行が民営化され、00年10月には資産規模最大のブルバンクがウニクレディートに売却された。この結果残る国営銀行は3行となり、総資産に占める割合も97年の危機直後の80%強から02年3月には20%弱となった。逆に外資系銀行の総資産に占める割合は75%近くに達し、2002年7月末に行われたビオヒムの民営化によりさらに5%程度増加している。これらの親会社の中には預金者が明らかでないオフショア機関によるものもあり、マネーロンダリング等の面で問題なしとしないところもあるが、多くはBNP

⁸要請があれば市中銀行に対して自国通貨とユーロ（当初マルク）との兌換を無制限に行うが、ユーロの購入の場合に5%の手数料を課している。

(図表6) ブルガリアの銀行の推移

	91	92	93	94	95	96	97	98	99	2000
国営銀行	72	69	25	15	12	7	6	5	6	3
うち大手	3	4	6	9	9	6	5	4	4	2
民間銀行	6	11	15	23	25	18	22	21	21	25
うち大手	0	0	0	0	0	0	1	2	3	6
(対外銀)	0	0	0	0	0	0	1	2	3	6
うち中小	6	11	15	23	25	18	21	19	18	18
(対外銀)	0	0	0	0	3	5	8	8	9	9
外銀支店	0	0	0	2	4	4	5	7	7	8
貯蓄銀行	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0
合計	79	81	41	41	42	30	34	34	34	35

出所) BNB

やウニクレディートといった有名国際銀行であり、市場に競争をもたらすことで構造的変化につながっている。

体制移行初期に銀行業務に精通した人材が少なかったことから、銀行監督については92年銀行信用活動法によりBNBに銀行認可・取り消し権限と実地検査を含めた権限が与えられていたが、BNBにおいても銀行監督業務への優先度が低かったこと、監督スタッフの訓練不足、会計制度の不備(95年6月導入)等から96年の銀行危機を招く一因となった。このため、CBAの導入と共に新BNB法の成立により検査監督局が設置され、監督機能が強化された。さらに、EU法への準拠やIMF提案を織込む形で銀行監督関連の法制は整備されつつあり、現在はその実効性の確保が重要となっている。

また、97年以降はCBA制度のためBNBは商業銀行に対して与信を行なうことができなくなり、銀行はインターバンク市場により短期資金取引を行なう正常の姿を採るようになった。同時に、非銀行部門からの資金採り入れも6割強に高まった。

しかし、この一方で、銀行の貸出政策も厳重になり、リスクの高い非銀行部門への貸出割合は30%以下に低下した。この結果、GDPに占める銀行の貸出残高比率は01年で18.5%に留まり、その金融仲介機能は他の中東欧諸国と比べても低レベルに留まっており、企業の資金需要にいかに応えるかが重要な問題となっている。

(図表7) 中東欧諸国の金融状況(2001年)

	ブルガリア	チェコ	ハンガリー	ポーランド	ルーマニア	スロバキア	スロヴェニア
M2/GDP(%)	37.9	73.1	46.7	43.5	24	68.4	57.3
国内貸出/GDP(%)	18.5	50.1	50	37.7	12.4	63.2	49.5
預金金利(%)	2.9	3	9.4	9	23.4	4.8	8.5
貸出金利(%)	11.4	7	12	14	40.6	9.8	13.7
銀行数 ¹	35	40	38	74	33	23	28
対外銀 ¹	25	16	30	47	27	13	--

国営銀行資産シェア ¹	19.8	28.2	8.6	24	50	49.1	42.2
不良資産比率 ¹	10.9	19.3	3.1	15.9	--	26.2	8.5
EBRD 銀行改革指数	3	3.3	4	3.3	2.7	3	3.3
同非銀行金融部門	2	3	3.7	3.7	2	2.3	2.7

(出所) IMF Country Report No. 02/173 注) ¹は 2000 年の計数、なお EBRD 指数は 4 が最高。

このように、ブルガリアの金融改革には進展がみられるものの、金融制度全体として見た場合、資本市場の未発達により銀行が依然運用先として選好され、金融部門の資産全体の 93% (02 年 3 月⁹) を占めているうえ、銀行間の競争の欠如により大幅な金利マージンが持続している、銀行の企業貸出先が少なく、資金の多くが海外へ流れている、外銀による競争圧力は高まっているものの依然弱いことなど、さらに改善すべき課題が多く残っている。政府も銀行部門が健全に発展するため引き続き会社法や投資家保護の改善を含め環境整備に努める一方、積極的な資本市場育成の方策を検討しているが、その方策の中身が注視されている。

なお、本年実施された IMF の金融検査によると、「ブルガリアの銀行制度は監督も十分行き届き、自己資本比率も 30% 以上と高く、リスク回避的で且つ銀行収益も増加している、また、為替や金利リスクは低く、信用リスクもかなり吸収が可能な状況となっている」と近年の銀行制度改革を評価する一方、「最近住宅ローンなど民間貸付が増加しているのでリスクマネジメント手法の高度化が必要である」とするとともに、「今後競争の激化が見込まれ、法的司法的枠組みの弱さ、企業財務の透明性の低さが制度の脆弱性につながる恐れがある」とその問題点を指摘している。法的、司法的枠組みについては、本年 7 月に懸案であった銀行破産法¹⁰が成立したのは一歩前進といえよう。

3. CBA と EU 加盟・ユーロ導入

EU 加盟はブルガリアにとっても長年の念願であるが、そのためには安定した民主主義の確立と市場経済の中での競争力の向上、各種法体系(アキ)の適用・実施が求められている。さらにユーロ加盟のためにはインフレ抑制、財政赤字縮小、金利低下といった収斂条件をクリアし、少なくとも 2 年間 ERM に参加していることが求められる。政府は 2006 年の EU 加盟を目指して金融部門をはじめ各種法制の変更を推進してきたが、ユーロ加盟にとって CBA による金融政策の安定化は非常に大きな意味を持ってきた。同時に、00 年 11 月の EU 財務相理事会 (ECOFIN) 決定では CBA は ERM に適合していると認められており、CBA 制度の下、通貨の安定と低水準のインフレが維持されればこのままユーロに移行することが可能とも見られる。

⁹ そのほかでは生保等保険会社が 4%、年金基金 1% 等。

¹⁰ 銀行の破産については 96 年中央銀行法改正等により BNB に破産宣告権限が与えられ、98 年初までに 17 行が破産認定されたが、その清算(うち 2 行は売却済み)については多くの時間を要しており、最近でも約 2 億ドル相当の資産が未清算で残っている。

このように EU 加盟、或いはユーロ導入にとり適合性の高い CBA であるが、そこに問題がないわけではない。現在、ブルガリアの一人当り経済水準は EU 平均の約 4 分の 1 に留まっており、その隔たりは大きい。経済水準自体は EU 加盟の条件とはなっておらず、現に 2004 年に加盟が見こまれる候補国の中でも大きなバラツキが存在している。とはいえ現加盟国の経済に自国経済を収斂させるためには、ブルガリアのような低所得国にとって、EU の法制、基準を満足するという制約を抱えながら、格差是正のための高成長を目指さねばならない。その際に CBA は金融政策の自由裁量がないという意味でハンディキャップとなる可能性がある。さらにブルガリアの場合、現在抱える多額の債務の存在が重荷になることが懸念される。

ブルガリアでは現状、インフレの収束により、レフの実質相場はゆるやかな上昇にとどまっており、競争力の低下には歯止めがかかっている。しかし、成長の回復に伴って経常収支赤字が拡大傾向にあり、依然大きい対外債務(02 年央で公的債務 85 億ドル、対 GDP 比 60%)をいかに返済していくかが大きな問題である。長期的に経済成長を確保しながら経常収支赤字の拡大を抑制するためには国際競争力強化が重要であり、直接投資の受け入れが大きな役割を果たすと思われる。ブルガリアの 89 年以降 01 年までの直接投資受け入れは総額 40 億ドルと中東欧諸国の中でも低水準にとどまっている。今後、為替の安定というメリットを活かしつつ企業活動をめぐる法体系の整備と実施によって、企業統治の向上と投資環境の整備を図り、安定的な直接投資の受け入れを可能にしていくことが重要となっている。

[主要参考文献]

IMF コンサルテーションペーパー(1999、2002)、金融制度安定評価報告(2002)

IMF ワーキングペーパー-Banking Crisis and Banking Resolution(02/56)

ブルガリア国立銀行年次報告各年、The Financial System in the Bulgarian Economy(October 2001)他

OECD Economic Surveys Bulgaria(1997, 1999)