



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～

(財)国際通貨研究所

経済調査部長・チーフエコノミスト 竹中正治

takenaka@iima.or.jp

主任研究員 西村陽造

nishimura@iima.or.jp

要旨

経常収支黒字を抱える新興市場国のなかで、中東欧だけは経常収支赤字を膨張させている。高い経済成長率と大量の資本流入が続いていることが背景にある。経常収支赤字はこれまで民間資本流入で順調にファイナンスされてきた。しかし、対GDP比率で見て経常収支赤字幅が過大であり、その持続可能性に懸念のある国が幾つか出てきている。

また、サブプライム問題などの影響で欧州銀行部門を通じた資金流入が今後細る懸念がある、一部諸国では不動産市場がバブルの様相を強めている、民間信用の大幅な伸びが続き、「通貨と期間のミスマッチ」を抱えている企業、金融機関が増えている可能性がある、などのリスクが指摘できる。

今後、同地域への資金流入の減少、引揚げなどが起これば、通貨・金融危機的な局面に発展するリスクが次第に高まっていると考えられる。

【新興市場国のなかで中東欧だけは経常収支赤字が増加】

サブプライム問題に端を発した世界的な信用収縮を背景に、世界経済は景気減速局面に入りつつある。特に震源地の米国経済は、本年前半の景気後退が不可避の情勢だ。しかし、こうした信用収縮の影響は、米国や西欧などの先進国への影響は大きいものの、新興市場国への波及はそれほどの大きくないとの楽観的な見方が昨年まで根強かった。その根拠として、新興市場国は、直接、間接にサブプライム問題に関連する証券の保有比率が相対的に低いことに加えて、全体として経常収支黒字であり、ネットで見ると海外からの資本流入に依存していない点があげられる。

確かに、直接投資流入による外資系企業の活動は、先進国へのキャッチアップのメカニズムを通じた新興市場国の生産性上昇の原動力となり、高い経済成長率を支えてきた。しかも、経常収支をみると、新興市場国・発展途上国全体では大幅な経常収支黒字を計上している（第1表）。ところが、新興市場国のなかで中東欧だけは、大幅な経常収支赤字を計上している（第1表）。

(第1表)世界の経常収支(プラスは黒字、マイナスは赤字)

	(10億米ドル)									
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008(予想)	
先進国	-263.3	-205.0	-208.8	-207.0	-224.2	-438.7	-525.2	-463.3	-464.2	
米国	-417.4	-384.7	-459.6	-522.1	-640.2	-754.9	-811.5	-738.6	-614.7	
ユーロ圏	-35.1	8.4	50.1	45.2	108.2	23.6	-6.4	-30.0	-98.0	
日本	119.6	87.8	112.6	136.2	172.1	165.7	170.4	212.8	193.3	
その他	69.6	83.5	88.1	133.6	135.7	126.9	122.2	92.6	55.2	
新興・発展途上国	86.9	41.1	76.6	144.3	213.6	439.5	606.7	630.9	729.4	
アフリカ	8.3	1.3	-8.6	-3.9	2.0	15.8	29.6	1.6	21.7	
中東欧	-31.3	-15.8	-24.0	-37.2	-59.3	-61.3	-90.9	-121.5	-150.3	
ロシア・CIS	48.3	33.1	30.2	36.0	63.8	88.3	97.8	76.1	106.2	
アジア	38.5	36.7	64.8	82.6	89.2	161.4	277.5	383.5	367.5	
中東	71.5	39.9	30.3	59.1	97.1	200.3	247.3	274.6	398.3	
中南米	-48.3	-54.0	-16.0	7.7	20.8	35.0	45.4	16.4	-14.1	

(注)韓国、台湾、香港、シンガポールは、先進国のその他に分類
(出所)IMF, World Economic Outlook, April 2008

中東欧のなかでEU新規加盟国10カ国についてみると、経常収支赤字の対GDP比は、2006年6.3%、2007年7.1%である。国別では、ブルガリア、ルーマニア、バルト3国（エストニア、ラトビア、リトアニア）などが二桁の高い数値を示している（第2表）。

(第2表)EU新規加盟10カ国の経常収支の対GDP比(%)

	2006	2007	2008(予想)
EU新規加盟10カ国	-6.3	-7.1	-7.5
ブルガリア	-15.6	-21.4	-21.9
キプロス	-5.9	-7.1	-7.7
チェコ	-3.1	-2.5	-3.0
ハンガリー	-6.5	-5.6	-5.5
マルタ	-6.7	-6.2	-6.1
ポーランド	-3.2	-3.7	-5.0
ルーマニア	-10.4	-13.9	-14.5
スロバキア	-7.1	-5.3	-5.0
エストニア	-15.5	-16.0	-11.2
ラトビア	-22.3	-23.3	-15.0
リトアニア	-10.8	-13.0	-10.5

(出所)IMF, Regional Economic Outlook (Europe), April 2008

【中東欧の経常収支赤字の持続可能性】

どうして中東欧は大幅な経常収支赤字を計上しているのか。主因は高成長による大量の資本流入である。中東欧の安い労働力と今後の生産性上昇余地の高さに惹かれ、西欧から直接投資を中心に大量の資本が流入してきた。その結果、資本蓄積が進み、それに伴う経営・技術移転が加わり、高い生産性の伸び率を達成している。

実際、中東欧は西欧を大きく上回る経済成長を達成しており、2002～2007年平均で中東欧の経済成長率はユーロ圏のそれを4%弱上回っている（第3表）。IMFの分析（第2表の出所）では、同期間の中東欧の経済成長率を全要素生産性上昇率、資本蓄積要因、労働投入増加要因に分解すると、全要素生産性上昇率と資本蓄積要因でほぼ全て説明できる。このことは、以上の説明を裏付けている。

(第3表) ユーロ圏と中東欧の経済成長率

	(%)							
年	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ユーロ圏	3.8	1.9	0.9	0.8	2.1	1.6	2.8	2.6
中東欧	4.9	0.4	4.2	4.8	6.9	6.1	6.6	5.8

(資料) IMF, World Economic Outlook, April 2008

内外の資本の移動がある程度自由化されると、途上国が高成長を達成する過程で大量の資本が流入する。資本の流入は高成長の条件であると同時に結果でもある。海外からの資本の流入により、国内貯蓄を大幅に上回る固定資本形成（設備投資）が可能になる。一国の経済で投資が貯蓄を超過すれば、経常収支は赤字になる。しかし、設備投資の増加は将来の国内供給能力を増加させ、輸出能力（＝国内供給能力－国内消費）も増加するので、経常収支赤字が一定の範囲にとどまるならば、将来発生する黒字によって長期的には均衡するであろう。

問題は、経常収支の赤字幅がこうした持続可能な範囲内にとどまっているか否かである。経常収支は、高成長による資本流入だけでなく、財政収支、人口動態、対外投資ポジションをはじめ様々な要因が影響する。これらの要因から推計される「あるべき経常収支赤字の水準(均衡水準)」と現実の赤字を比較することで、経常収支赤字が過大であるか否かを評価することができる。IMFのワーキングペーパー¹は、この推計を行っている。

推計方法によって結果はかなり異なってくるので、その解釈には注意を要するが、筆者の解釈では、ブルガリア、ルーマニア、バルト3国（エストニア、ラトビア、リトアニア）などで、現実の赤字があるべき水準を大きく上回っている可能性が高く、特に、ブルガリア、エストニア、ラトビアで顕著である。このことは、現実の経常収支赤字のGDP比の大きさから受ける印象と概ね一致する。

【安定的な経常収支赤字ファイナンスを損なうリスク】

経常収支赤字が過大であっても、資本流入が旺盛であれば赤字は持続し、中東欧は高成長を維持することができる。実際、2002年以降、そうした傾向が持続した。中東欧は、大幅な経常収支赤字を計上しているが、旺盛な民間資本流入の結果、外貨準備は増加している（第4表）。

世界の新興市場国・発展途上国の全体では、大幅な経常収支黒字が計上され、それに民間資本流入も加わった結果、大幅な外貨準備の増加がみられる。全体平均に比べれば、中東欧の状況はやや脆弱ではあるが、これまでのところ経常収支赤字は順調にファイナンスされてきた。

しかし、1997年のアジア通貨危機でも、その直前にタイの経常収支赤字はGDPの8%に達し

¹ Rahman(2008)

たが、経済成長と資本の流入が持続しているので問題はないという見方が、危機が起こるまでは一般的だったことを想起しておくべきだろう。海外からの証券投資、短期銀行貸出などの資金は原理的な不安定性を免れず、一斉に引揚げに転じる場合は危機を自己実現してしまう。そうした観点から、次に中東欧への資本流入の持続性、安定性に焦点を当てて考えてみよう。

(第4表)新興・発展途上国の経常収支黒字と資本フローの対応

	(10億米ドル)								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008(予想)
新興・発展途上国									
経常収支	86.9	41.1	76.6	144.3	213.6	439.5	605.7	630.9	729.4
民間資本フロー(ネット)	74.8	79.5	89.8	168.6	241.9	251.8	231.9	605.0	330.7
直接投資	171.3	186.3	157.2	166.2	188.7	259.8	250.1	309.9	306.9
証券投資	15.9	-78.7	-92.2	-13.2	16.4	-19.4	-103.8	48.5	-72.2
その他	-112.2	-27.1	25.1	17.1	38.5	13.3	87.5	248.8	98.0
公的資本フロー	-33.9	0.9	-0.6	-50.0	-70.7	-109.9	-160.0	-149.0	-162.3
外貨準備増減	135.7	124.0	194.8	363.3	509.3	595.1	752.8	1236.2	1004.1
中東欧									
経常収支	-31.3	-15.8	-24.0	-37.2	-59.3	-61.3	-90.9	-121.5	-150.3
民間資本フロー(ネット)	38.6	11.1	53.7	53.3	74.3	118.1	120.4	170.5	162.5
直接投資	23.5	24.0	24.5	17.0	36.0	51.5	64.7	73.2	74.7
証券投資	3.8	0.9	2.1	8.0	28.4	21.5	9.9	-6.8	12.1
その他	11.4	-13.8	27.2	28.2	10.0	45.1	45.8	104.2	75.6
公的資本フロー	1.6	6.0	-7.5	-4.8	-6.0	-8.1	-4.6	-2.6	-0.9
外貨準備増減	6.2	2.7	18.1	12.8	14.7	45.9	22.7	42.9	25.1

(注)1. 民間資本フロー、公的資本フローは、プラスならば純流入、マイナスならば純流出。

2. ここでは、外貨準備増減はプラスは増加、マイナスは減少。

国際収支統計ではプラスは減少、マイナスは増加であるが、ここでは直観的なわかりやすさを重視し、異符号で表示。

3. 韓国、台湾、香港、シンガポールは、先進国のその他に分類。

(出所)IMF, World Economic Outlook, April 2008

【安定要因としての直接投資の流入】

まず、直接投資による資本流入は、年によって振れはあるものの、これまで経常収支赤字の5～10割に相当する資金が直接投資の形態で流入してきた。直接投資は急激に引揚げに転じるようなことは起こり難く、これは相対的に安定要因である。2007年については、経常収支赤字1,215億ドルに対して、直接投資による資本流入は732億ドルを占めた。

ただし、そのなかには国営企業の民営化に伴う企業の売却などが少なからず含まれている。これは1回限りで持続性がない点に注意が必要である。また、中東欧への直接投資は、国によって異なるが、第3国への輸出や逆輸入のための生産基地というよりは、現地の市場確保を狙ったものが多い国もある。各国統計によると、2006年末の直接投資残高で、製造業のシェアは、ブルガリアで24%、エストニアで17%、ラトビアで10%と、かなり低く、「生産基地」という色彩はかなり薄い。こうした諸国は、今後直接投資の流入が減少した場合に、国際収支上の問題を来さないように安定的な輸出収入を確保することが可能かどうかを問われるかもしれない。

【不安定・リスク要因としての証券投資、短期銀行貸出への依存】

一方、証券投資や短期の銀行貸出による資金流入は不安定要因である。現在起こっている世界的な信用収縮の動きが、証券投資や銀行貸出など直接投資以外の経路を通じた資本流入を細らせる、ないし流出に転じさせるリスクがある。言うまでもなく、これは1997～98年のアジア通貨

危機で典型的に顕現化したリスクである。

まず、銀行部門を通じた資本流入が、何かをきっかけに引揚げられるリスクである。特に、バルト3国などは、直接投資以外の資本流入の比重が相対的に高いので、このリスクは重要である。

北欧諸国、オーストリア、イタリアなどの親銀行が、中東欧に設立した銀行を通じて、この地域に資金が流入している。サブプライム問題で損害を被った金融機関は主に米国、英国、ドイツ、スイスなどと伝えられている。しかし、欧州のローカルな金融機関のサブプライム危機による損失計上が米国に比較して遅れているのではないかとの憶測が根強い。今後新たな大型の損失計上、破綻が表面化した場合に、それを契機に中東欧から資金が引き揚げられる可能性には注意が必要である²。

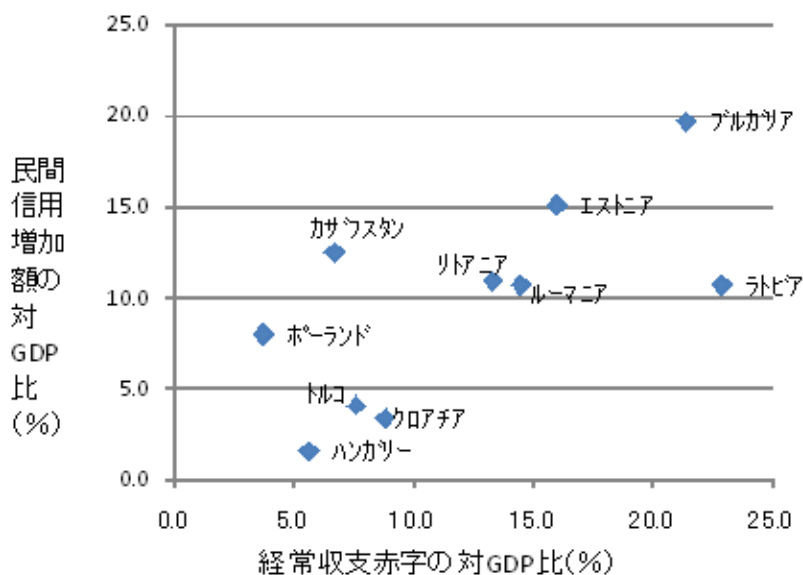
また、国内の民間信用の高い伸びを示してきた国が少なからずあり、その過程で、様々なリスクが蓄積されている可能性がある（第1図）。まず、不動産融資が拡大し、不動産価格の割高感が強まり、不動産市場がバブル的色彩を濃くしている国が少なくない。

実際、中東欧では、民間信用の伸びが高い国ほど、住宅価格上昇率が高い傾向がみられる。これまでの米欧の不動産ブームを反映して、これらの国から中東欧の一部の国に、不動産購入資金が流入してきた。例えば、2006年頃に英国人によるブルガリアの住宅購入がBBCで報道されていた。サブプライム問題の影響で、こうした資金流入がかなり細ることが考えられる。

第1図の示す民間信用増加額の高さと経常収支赤字比率の高さが併存している諸国（ブルガリア、ラトビア、エストニア、ルーマニア、リトアニア）は、危険因子が複合していると言うべきであろう。

²IMF(2008)の p15 には、「北欧の銀行は、自行のバランスシートの悪化につながる資産価格の急落を回避すべく、中東欧向け信用の伸びを緩やかに圧縮することを試みている」との指摘がある。

(第1図) 中東欧諸国の対外・国内の脆弱性を測る(2007年)



(出所) IMF, Global Financial Stability Report, April 2008の Table 1.3より作成

【内包されているアジア通貨危機型リスク：通貨と期間のダブルミスマッチ】

さらに、旺盛な国内資金需要を満たすために、金融機関が海外からのドル、ユーロなど外貨調達を資金源に国内での外貨建て融資が増加していると伝えられている。とりわけ、昨年後半以降のドル金利の大幅な下落が、そうした誘因を強めている。最終的な借り手が自国通貨に転換して投資や運転資金に使用していれば（通貨ミスマッチ・ポジション）、自国の為替相場が下落した場合の為替差損（外貨債務の膨張）から、自己資本を棄損し、返済・利払いが困難になるリスクがある。言うまでもなくこれは、アジア通貨危機やアルゼンチン危機で典型的に生じた事態である。

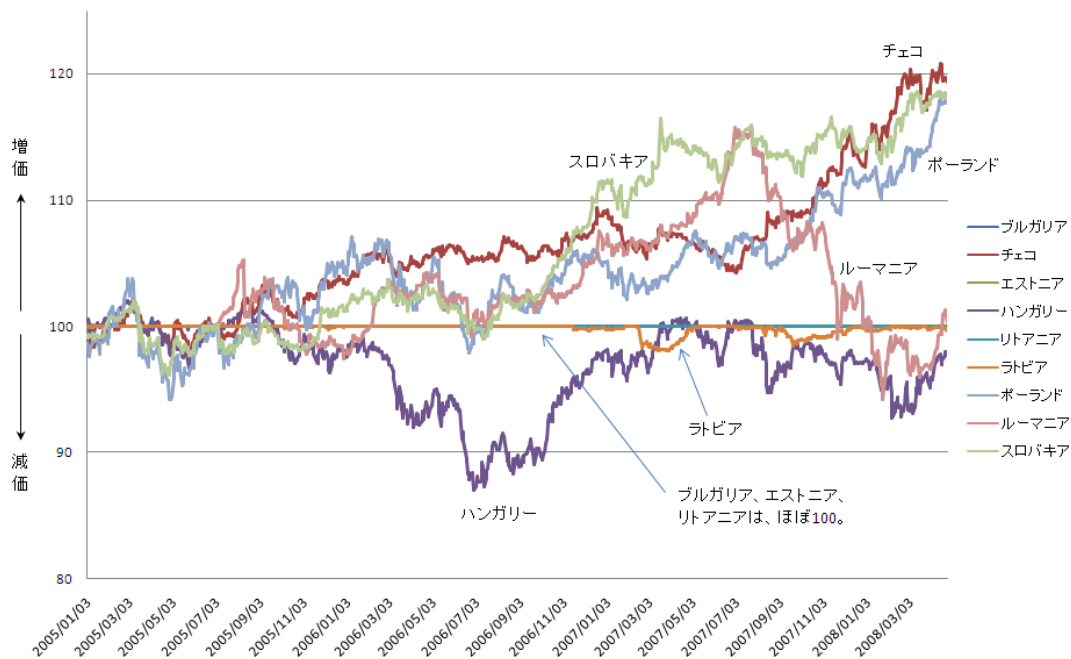
為替相場について見ると、ルーマニアでは既に昨年の夏から為替相場の反転・下落基調が顕著になっている。一方、ラトビアはユーロ・ペッグ、ブルガリア、エストニア、リトアニアはユーロに対するカレンシー・ボード制である（第2図）。こうした諸国では現行の固定的な相場が持続する限り、為替相場の下落による外貨債務からの為替損失は生じない。しかし、一般に先物予約などによる為替リスクもヘッジされていないので、現行相場が維持不可能になって切り下げが生じれば、外貨建て債務はその分だけ直ちに為替損を生む。これもアジア通貨危機時に典型的に顕現化したリスクである。

さらに、国内の金融機関では、民間信用の高い伸びを支えるために、その原資を預金ではなく、インターバンク通じた短期資金調達に依存する傾向が強まってきた（期間のミスマッチ）。このことは、サブプライム問題の顕在化で、インターバンク市場での資金調達が逼迫した欧米と同じことが、発生するリスクが高まっていることを意味する。

こうした事情は、いわゆる「通貨と期間のミスマッチ」が累積している可能性を示唆している

が、リスクの総量がどの程度あるかは計数的な把握は困難である。ひとたび海外からの資本流入が細り、自国通貨の下落、国内金利の上昇といった事態になれば、不動産価格の下落、外貨借入の為替損の発生、インターバンクでの資金の調達の問題などを通じて、国内金融システムの安定性を損ないかねない。

(第2図) 中東欧の対ユーロ為替相場(2005年7月1日=100)



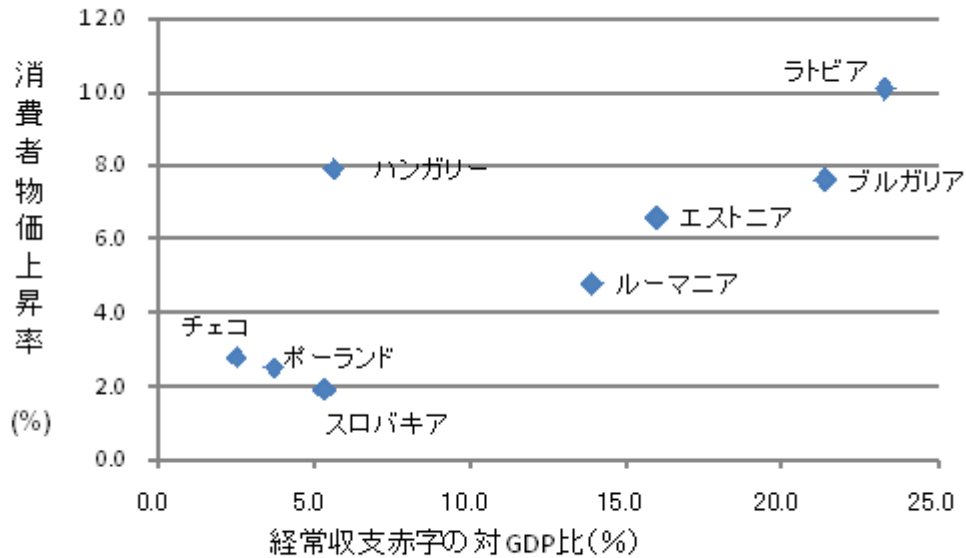
最後に、物価上昇率が上昇傾向にあることも要警戒である(第5表、並びに第3図)。農産物・エネルギー価格の上昇だけでなく、コアのインフレ圧力も高まってきている。ユーロ・ペッグのラトビア、カレンシー・ボード制のブルガリア、エストニアなどは金利水準もユーロに連動するので、為替制度と金融政策の不整合が拡大しているとも見ることができようか。

(第5表) EU新規加盟10カ国の消費者物価上昇率(%)

EU新規加盟10カ国	2006	2007	2008(予想)
ブルガリア	3.3	4.2	5.8
キプロス	7.4	7.6	9.7
チェコ	2.2	2.2	4.0
ハンガリー	2.5	2.8	6.0
マルタ	3.9	7.9	5.9
ポランド	2.6	0.7	3.4
ルーマニア	1.0	2.5	4.1
スロバキア	6.6	4.8	7.0
エストニア	4.3	1.9	3.3
ラトビア	4.4	6.6	9.8
リトアニア	6.5	10.1	15.3
	3.8	5.8	8.3

(出所) IMF, Regional Economic Outlook (Europe), April 2008

(第3図) 経常収支赤字とインフレ率(2007年)



(資料) IMF, Regional Economic Outlook (Europe), April 2008

一方、チェコ、ポーランド、スロバキアなどはインフレの抑制、経常収支赤字比率の相対的低さの組み合わせとなっており、ファンダメンタルズは比較的良好と見られる。ただし、通貨・金融危機が投資家や金融機関の世界的なリスク許容度の低下を引き起こす場合は、一度勃発した危機は同地域のファンダメンタルズの良好な諸国にも波及・伝染し得ることは、アジア通貨危機の重要な教訓である。現在のようにサブプライム危機で投資家や金融機関がリスク過敏に傾斜している環境では、そうした危機伝染のリスクは一段と高いことは言うまでもない。

【一足先にアイスランドで顕現化したリスク】

アイスランドも経常収支赤字を膨張させながら高成長を謳歌していた。経常収支赤字は GDP 比で 2006 年 25.4%、2007 年 15.6%である。高金利通貨であることに注目して、低金利通貨で調達した資金を高金利で運用するキャリー取引の投資対象となり、アイスランド・クローナの為替相場は大幅に上昇、小規模のアイスランド経済に大量の資金が流入した。

この結果、一時は高成長、株価や住宅価格の上昇の恩恵に浴し、小国ながらグローバル金融・経済時代の「勝ち組」のように語られたが、同時に大幅な経常収支赤字、インフレ率の上昇、家計債務の増大などの副作用を被った。結局、サブプライム危機の勃発で、キャリー取引の巻き戻しが起こり、クローナ相場は大幅に下落した(第4図、グラフの上方がクローナの下落、昨年夏の対ユーロでの高値から 50%の下落)。

資本流入も細り、アイスランド中央銀行は政策金利の引き上げを余儀なくされた。現在のところ、経済、金融システムは小康状態を維持しているが、依然注意を要する状況が続いている。

(第4図) アイスランド・クローナ相場の推移

(1ドルまたは1ユーロ当たり
何クローナで表示)



アイスランドの例が端的に示すように、金融のグローバル化時代の旺盛な資本の流入は、決して将来にわたる流入の持続性を意味しない。国際資本移動は本来的に不安定なものである。資本流入局面では実質通貨相場の過大評価と内需の拡大で経常収支赤字の増加、対外債務の積み上がりが進む。無限の債務増加は不可能なのでいずれ調整局面を迎えた時、資本流入局面での好循環はすべて悪循環に転換する。

歴史的超長期的視点から、過去の金融危機の実証分析を行った最近のNBER論文は、ひとつの結論として、「平穏な時期の後、いつも新たな債務危機がやってくる (Each lull has invariably been followed by a new wave of default)」と述べている³。

【中東欧の最後の「逃げ道」？】

中東欧諸国は1990年代に中央計画経済から市場経済に移行する過程で、金融・経済危機を経験した。しかし、21世紀に入ってEU加盟を果たし、高い経済成長率を続けてきた。約10年間の危機のない順調な経済成長期が続いたが、危機の芽はこの平穏のなかで生まれている。

もちろん、政策当局や市場参加者が適切な措置をとれば、危機は未然に防げるかもしれない。ソフトランディング的な調整も原理的には不可能ではない。ただし、政府も民間も経済的な調整コストを厭う結果、結局ソフトランディングではなく、調整は先送りされ、最後にはハードランディングとして実現することが多いのが現実である。

もっとも、中東欧の場合にはアジア通貨危機時にはなかった「逃げ道」がひとつだけあるかもしれない。債務膨張が危機として顕現化する前に、ユーロ統合に逃げ込んでしまうことである。

³ Reinhart and Rogoff (2008)

債務危機に直面した小企業の破綻を回避するために大企業に合併させてしまうような手法である。債務問題が消滅することにはならないが、一国の対外債務問題をユーロ圏の地域内問題に転嫁させることはできるかもしれない。

ただし、この場合でも、本稿で指摘した危険因子が高い諸国は第3図で示した通りインフレ率も高く、ユーロへの統合条件を満たすためには事前に金融を引き締め、インフレ率を低下させる必要がある。金融引き締めは国内、対外双方の債務残高の圧縮を不可避とするので、結局、「ユーロ統合基準を緩和する」という異例の手段を講じない限り、一定期間の低成長と経常収支赤字の縮小という形でマクロ経済的な調整コストを払うことに相違はない。

(参考文献)

Central Bank of Iceland (2008), Monetary Bulletin, 2008.1

Institute for International Finance (2008), Capital Flows to Emerging Market Economies, March 6.

IMF (2008), Regional Economic Outlook (Europe), April.

Rahman, Jesmin (2008), “Current Account Development in New Member States of the European Union: Equilibrium, Excess, and EU-Phoria,” *IMF Working Paper*, WP/08/92, April.

Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff (2008), “This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises,” *NBER Working Paper* 13882, March.

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、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。