

EU 拡大の反動に喘ぐ 中東欧経済

— クロアチアの事例 —

土 田 陽 介



はじめに

本小論は、2008年秋のリーマン・ショック以降、欧州連合（EU）拡大の反動に喘ぐ中東欧経済の現状を、クロアチアの事例を通じて分析するものである。

クロアチアはバルカン半島の南西部に属する人口4百万強の小国である。国土の大半がアドリア海に面しており、ドゥブロヴニクに代表される景勝地を多く有している。同国政府による観光アピールや既往の円高に伴う旅行熱の高まりなどから、わが国においてもその名前を広く知られるようになってきた。

クロアチアはかつて旧ユーゴスラヴィア連邦に属していたが、1991年の連邦崩壊とそれに伴う国際紛争（旧ユーゴ紛争）のために、経済は深刻な打撃を被った。紛争の終結を受けた90年代中頃より経済は持ち直し、90年代末には銀行危機を経験したものの、イタリアやオーストリアなどからの資金流入が推進力となり、2008年秋のリーマン・ショックまでは順調な成長過程を歩んだ。この間、01年10月の安定化・連合協定（SAA）締結以降数回に渡ってEUとの間で加盟交渉が持たれたが、旧ユーゴ紛争に関する戦犯問題や袂を分けた隣国スロヴェ

ニアとの国境紛争などを受けて、EU加盟は大きく遅れた。こうした糺余曲折を経て、クロアチアは13年7月に念願であったEUに加盟する運びとなった。受け入れ側であるEUにとっても、07年1月のブルガリアとルーマニアの加盟（第五次拡大）以来、実に6年ぶりの新規加盟国となる⁽¹⁾。

もっとも、リーマン・ショック以降のクロアチア経済は極めて深刻な景気後退（リセッション）に陥っている。実質GDP成長率は2009年以降4年連続マイナスで推移しているが、需要面をみると、それは特に個人消費や総固定資本形成といった内需の失速によってもたらされている。内需の低迷は、それまでその増勢を支えた銀行融資の腰折れに基づくが、それは同時にこれまでのEU拡大がもたらした負の経済現象でもある。一連の動きは中東欧一般に観察されるが、中でもクロアチアは深刻なダメージを受けている。

そこで本小論では、クロアチアの事例に基づき、リーマン・ショック以降の中東欧経済の低迷を、主に銀行融資の失速という観点から分析する。そして同国の経験を通じて、EUが迫られる周辺経済への政策対応のあり方について考察を行う。

構成は以下の通りである。まず次節では、リー

土田 陽介：三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 調査部 研究員

国際金融 1247号 (25.4.1)

マン・ショック以降のクロアチア経済の低迷を、需要や資金循環の観点から概観する。続く第2節では、同国の銀行システムに注目して、その変調がクロアチア経済に与えたインパクトを分析する。さらに第3節では、景気低迷の中でクロアチア政府が打ち出した政策対応の特徴とその経過をフォローする。最後に簡単な結論を述べる。

1. 内需が急減したリーマン・ショック後のクロアチア経済

まず、リーマン・ショック後のクロアチアのマクロ経済動向を概観しよう（図表1）。

2000年代のクロアチア経済は、2000年から08年までの間は年平均4%程度の成長が続いたが、リーマン・ショックを受けて景気が腰折れ

した。そして09年の実質GDP成長率が-6.9%と大幅に落ち込んだ後、10年は-1.4%、11年は同横ばいと徐々にマイナス幅は縮小したものの、12年には再びマイナス成長に陥ることが確実である。経済の発展度合いを示す一人当たりGDPも08年に1万ユーロの大台を超えて以降低迷していることや、株価も低水準での推移が続いていることが、景気が足踏みしていることを端的に物語っている。

こうしたクロアチア経済の低迷は、主に2008年秋に発生したリーマン・ショックによる国際金融市場の動揺と、09年末頃から顕在化して以降長期化しているユーロ圏の財政・金融問題といった外的環境の変化に基づくものである。そうした変化は以下で指摘する2つのチャネルを通じてクロアチア経済を苦しめている。1つが、ユーロ圏経済の停滞に伴う輸出（つまり外

図表1 主要マクロ経済指標

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年			
					Q1	Q2	Q3	Q4
一人当たりGDP ¹⁾	10,722	10,111	10,394	10,427	-	-	-	-
実質GDP成長率 ²⁾	2.1	-6.9	-1.4	0.0	-	-1.3	-2.2	-1.9
内需寄与度	3.4	-10.8	-3.8	-0.3	-	-1.5	-3.0	-3.2
外需寄与度	-1.3	3.9	2.4	0.3	-	0.3	0.8	1.4
経常収支 ³⁾	-9.0	-5.1	-1.0	-0.9	-	-0.9	-0.8	-0.6
貿易収支	-8.0	-3.4	0.9	0.9	-	0.1	-0.1	0.3
外国直接投資	8.9	5.4	0.7	2.4	-	-	-	-
対外債務 ³⁾	85.4	101.0	101.2	99.6	-	-	-	-
消費者物価 ²⁾	6.1	2.4	1.1	2.3	3.4	1.5	3.5	4.1
同コア指数	5.7	2.8	-0.8	1.8	1.9	1.6	2.1	1.6
失業率	8.4	9.1	11.8	13.5	-	16.4	14.5	14.5
財政収支 ³⁾	-2.1	-4.6	-5.3	-5.3	-	-	-	-
公的債務残高 ³⁾	29.2	35.2	41.2	45.7	-	-	-	-
株価（CROBEX） ⁴⁾	0	0	0	0	0	0	0	0
為替レート（HRK/EUR） ⁵⁾	7.22	7.34	7.29	7.43	7.52	7.56	7.52	7.47
為替レート（HRK/CHF） ⁵⁾	4.55	4.86	5.28	6.03	6.24	6.25	6.26	6.21

(注1) ユーロ

(注2) 前年比、%

(注3) 対GDP比、%

(注4) 期中値

(注5) HRKはクロアチアの通貨単位（クーナ）

(出所) 公的債務残高（2008～2010）は欧州委員会、その他はクロアチア国立統計局、同国立銀行

需) の失速である。この経路を通じた生産の下押し圧力が、製造業を中心とする設備投資の腰折れにつながった模様だ。加えて、より重要なチャネルが、本稿が分析の中心に捉える銀行融資の失速を受けた個人消費や住宅投資の低迷である。一連の状況は、クロアチアのみならずユーロ圏の周辺国として位置付けることが出来る中東欧諸国一般で観察される現象である⁽²⁾。ただ後述するように、クロアチアは中東欧の中でも国外資金に対する依存度が高かったため、他の国に比べても深刻なダメージを受けている。

一方で、国内外の不均衡は改善が進んでいる。国外均衡面では、貿易収支の黒字化などに伴い経常収支赤字が縮小した。ただ対外債務は、GDPと同様の規模を抱えたまま改善が不十分である。国内均衡面でも、悪化の続いた失業率が12年第1四半期の16.4%を頂点に徐々に低下している。消費者物価も、総合指数は財政健全化を目的とする付加価値税(VAT)率の引き上げを受けて強含んでいるが、こうした特殊要因を除いたコア指数は安定している。

以上で整理したように、リーマン・ショック以降のクロアチア経済の低迷は、それまで好調であった内需が外的ショックを受けて急激に萎んでしまったことによるものである。このような内需の動きを語る上で欠かせないのが、同国の銀行システムの変調に伴う融資の失速である。そこで次節では、リーマン・ショックの前後でクロアチアの銀行システムがどのように変化し、融資の失速に結びついたかを検討する。

2. 欧州財政・金融問題の深刻化がもたらした融資の失速

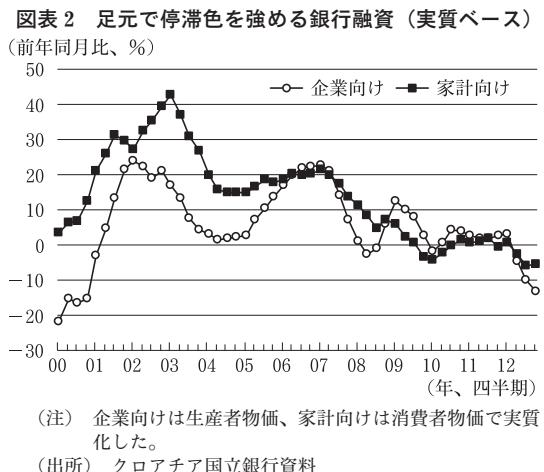
前節で述べたように、リーマン・ショック前までのクロアチア経済の原動力は旺盛な内需、特に個人消費や住宅投資であったが、その増勢を金融面から押し上げたものが家計部門向けを中心とする銀行融資であった⁽³⁾。

すなわち、2000年から08年の間における銀

行の家計部門向け融資の実質増加率は年平均19.9%増と、企業部門向け(8.6%増)の倍以上のスピードであった。所得増に伴う消費意欲の高まりなどを受けて、銀行は家計部門に対して自動車や住宅といった耐久消費財の購入用ローンを積極的に供給したのである。その結果、銀行融資総額に占める家計部門向け融資の比率は、同期間で39.4%から51.3%に上昇し、銀行融資の大半を占めるまでに拡大した。もっとも、07年8月のパリバ・ショックや翌08年9月のリーマン・ショックを受けて銀行融資は失速した。その後はクロアチア国立銀行(中央銀行)の流動性供給による下支えを受けて一時的に復調したが、ユーロ圏の財政・金融問題が深刻化する中で再び勢いを弱め、足元にかけて前年割れの状況に陥っている(図表2)。

こうした銀行融資の低迷は、主に以下の要因によってもたらされている。まず銀行の資金調達環境の悪化がある。中東欧の銀行は旺盛な国内の資金需要に対応するために、主にユーロ圏の金融機関から資金を調達していた。しかし、財政・金融問題の深刻化に伴って欧州の金融環境が悪化したため、中東欧の銀行は資金調達に窮するようになったのである。

中東欧諸国からの急激な資金引き上げの抑制に関する国際合意(ウィーン・イニシアチブ)を受けて、クロアチアの銀行部門からの大規模な資金流出は防がれているとみられる。半面で

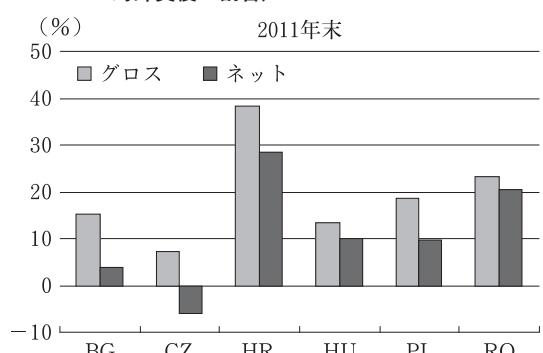


流入は滞っており、それが銀行融資の不調につながっている模様だ。

次に不良債権の増加がある⁽⁴⁾。主な原因は国内経済の悪化であるが、為替レートの減価によっても促されている。リーマン・ショック前まで中東欧の家計や企業は、当時主要通貨の中でも低金利であったスイスフランや日本円建てで資金を借り入れていた。後述するように、クロアチアは国内通貨（クーナ）のアンカーをユーロに定めた管理フロート制度を導入しているため、財政・金融問題の深刻化に伴いユーロ安が進んだことを受けて、クーナもスイスフランや日本円に対して大きく減価した（図表1）。そうした為替の減価が家計や企業の返済額を膨らませて支払いを困難にさせ、不良債権の発生を促したのである。こうした事態を受けて中央銀行はストレステストを実施し、銀行に対して自己資本の積み増しを迫った。このこともまた銀行の融資態度を厳格化させていると考えられる。

一連の現象は中東欧一般に観察されるが、その中でもクロアチアの受けた影響は深刻である。その理由は、同国の銀行部門の国外資金への依存度が調達・運用の両面で他の中東欧諸国よりも高かったことにあると考えられる。具体的に銀行部門の対外負債比率（図表3）をみると、グロス・ネット両ベースで他の中東欧諸国に比べて高水準であることが分かる。また外貨建て

図表3 銀行部門の対外負債比率（総資産に占める対外負債の割合）



（注） BG がブルガリア、CZ がチェコ、HR がクロアチア、HU がハンガリー、PL がポーランド、RO がルーマニア、を意味する。

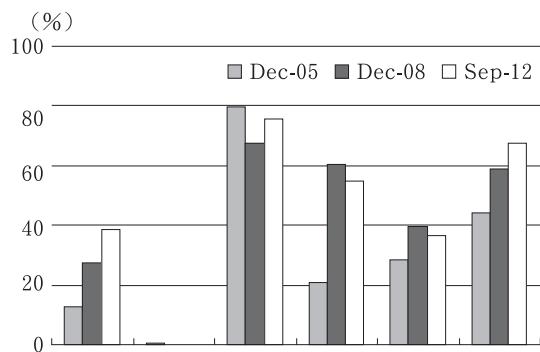
（出所） 欧州中央銀行及びクロアチア国立銀行

融資（外貨インデックス建てを含む）比率（図表4）をみても、家計部門向けに限るならば75.3%（2012年9月時点）に達しており、他の中東欧諸国を大きく引き離している⁽⁵⁾。

では何故クロアチアの銀行部門は、他の中東欧諸国に比べて国外資金への依存度が高いのであろうか。最大の理由は、同国の大手銀行の全てがユーロ圏の有力金融機関の傘下に置かれていることにあると考えられる（図表5）。ユーロ圏の有力金融機関は、中東欧諸国のEU加盟が現実味を帯びてきた1990年代末頃から、新たな活路を中東欧の銀行市場に求めて事業を拡大させた。その中でもクロアチアは、銀行改革の「総仕上げ」として、隣国のイタリアやオーストリアの有力金融機関に対して国有銀行の売却を積極的に行った。その結果、他の中東欧諸国以上に銀行部門の「外資化」が進展することになった。そしてユーロ圏の有力金融機関は、自らが買収したクロアチアの銀行に対して多額の資金移転を安価に行うことで、その投融資を促したのである。

また外貨建て融資の比率が高かった背景には、旧ユーゴ連邦からの独立に際してクロアチアが見舞われたハイパー・インフレの記憶があると国際通貨基金（IMF）は指摘している。仮に物価が短期間で急速に上昇すれば、ストックである銀行融資額の価値が大きく目減りすることになる。こうした経験を有している銀行が、外貨

図表4 外貨建て融資の比率が突出して高いクロアチア（家計部門向け融資に占める外貨建て融資の比率）



（注） 国家名の2桁コードの表記に関しては図表3を参照。

（出所） 各国中央銀行

図表 5 6 大銀行の株主構造（2011 年末）

銀 行 名	シェア ⁽²⁾	主 な 株 主	株主の国籍
ザグレブ銀行	25.6%	Unicredit Bank Austria AG (84.5%)	イタリア ⁽³⁾ (オーストリア)
プリヴレドナ銀行	16.7%	Intesa Bci Holding International S. A. (76.6%)	イタリア
エルステ・シュタイアーマルク銀行	14.1%	ESB Holding GmbH (100%)	オーストリア
ヒポ・アルペアドリア銀行	10.1%	Hypo Alpe-Adria-Bank International AG (100%)	オーストリア
ライフィイゼンバンク	9.5%	Raiffeisen International Bank-Holding AG (75.0%)	オーストリア
ソシエティジェネラル・スプリト銀行	6.6%	Société Générale (100%)	フランス

(注1) 大銀行の定義はクロアチア国立銀行の定義に基づく（市場シェア 5%以上）。

(注2) 市場シェアは総資産ベース。

(注3) ザグレブ銀行の株主である Unicredit Bank Austria はイタリアの Unicredit のオーストリア部門であるため、実際はイタリア資本である。

(出所) National Bank of Croatia, *Banks Bulletin*, No. 24.

ないしはそれに準ずるかたちで資金を貸し出すことによって、為替レートの減価に伴う資産の劣化をヘッジしようとする強い動機を有していることは当然のことであろう。

このように、銀行融資の低迷を通じたクロアチア経済の不調は、ユーロ圏に端を発した財政・金融問題に基づくものであり、言い換えれば、既往の EU 拡大に伴う周辺経済の活性化の「反動」を受けた現象である。こうした状況下で、同国政府はどのような政策対応を探ったのであろうか。次節で整理する。

3. 短期の景気下支えを放棄せざるを得ない政策当局

景気低迷を和らげるためには拡張的な財政・金融政策が有効である。ただクロアチアの場合、こうした積極的な景気下支え策を採り得ない環境にあるといえる。

まず財政拡大のハードルとなっているのが、EU 加盟のために遵守が求められる安定・成長協定（SGP）の存在である。SGP では単年度財政収支を同 3%以内に、また公的債務残高を GDP の 60%に抑制することが求められている。図表 1 に見て取れるように、景気の腰折れに伴う税収減などを受けてクロアチアの財政収支は悪化し続けており、また公的債務残高も膨らみ続けている。SGP に基づく EU からのモニタリングを受ける中で、財政による大規模な景気

刺激策を行うことはまず不可能であった。

他方で金融面の障害として、既に述べたように政策当局が自国通貨の対ユーロ・レートの安定を優先していることがある。クロアチアはユーロをターゲットとする管理フロート制度を導入している。これは、先に述べた独立直後におけるハイパー・インフレの教訓から、主要貿易先であるユーロ圏との間で為替レートの安定を保ち、インフレ期待を和らげることを重視しているためである。また同国は、EU 加盟後のユーロ導入も目指している。こうした同国にとって、対ユーロ・レートが大幅に変動する可能性がある大胆な金融緩和策を採る余地はほとんど許されていなかったのである。

このように短期の景気下支え策の術に乏しい中で、クロアチア政府は主に 2 つの対応策を用意し、経済の活性化に努めている。1 つが 2010 年 6 月に実施された、2020 年までを対象とする『経済再生プログラム（ERP）』である。世界銀行の金融支援を仰いで実施される ERP は、財政運営の透明化・合理化を通じた財政再建策と国営企業の民営化や財政援助の廃止をする競争刺激策の推進の 2 つをプログラムの柱として掲げている。ERP は、それまでクロアチアが EU 加盟を目標に推し進めてきた構造改革（具体的には、ヒト・モノ・カネの移動の自由、国営企業の民営化や競争条件の平等化、法・会計制度の EU 基準への収斂など）の延長線にある取り組みといえよう。構造改革自体は、中長

期的な観点からみれば確かに生産力の向上に貢献するだろうが、短期的な景気下支え効果は見込めない。むしろ、構造改革の過程で財政支出を抑制したことが景気の低迷を促したと考えられる。

もう1つが、2010年より開始された政府によるクレジット・スキームの提供である。政策金融機関であるクロアチア復興開発銀行(HBOR)が民間銀行と企業に対して短期の運転資金を協調融資するタイプAをはじめとして、政府がHBORを通じて企業に対する銀行融資に保証を与えるタイプB、債務株式化を推進するタイプCの3つの形態が用意された。企業の資金需要が当初予定された規模に満たなかったことから、2011年には需要喚起のために金利の引き下げや期間延長、借り換え規模の拡大などの措置が採られた。にもかかわらず、既に述べたように足元にかけて企業部門向け融資の増勢は前年割れが続いている。こうしたことから、政府によるクレジット・スキームは期待された効果を發揮出来ていないと言わざるを得ないだろう⁽⁶⁾。

他方で、個人消費や住宅投資の下支えを目的とするような家計向け融資の促進策に関しては、政府及び中銀ともにそれほど熱心ではない。そもそも財源の乏しさに加えて、既往の銀行融資に立脚した個人消費などの過熱が、クロアチア経済の不均衡とその後の反動を生んだという反省を政府が強く抱いているため、内需の縮小をある程度容認し、貯蓄・投資バランスの改善を優先している模様だ。

以上で論じたように、リーマン・ショック後のクロアチア経済の低迷は、EU拡大に伴う経済現象がもたらした負の側面を色濃く反映したものである。同国の苦境は、厳しい逆風に晒された結果であり、それはチェコなどリーマン・ショック前にEUに加盟できていた中東欧諸国に比べても一段とシビアなものであったといえよう。

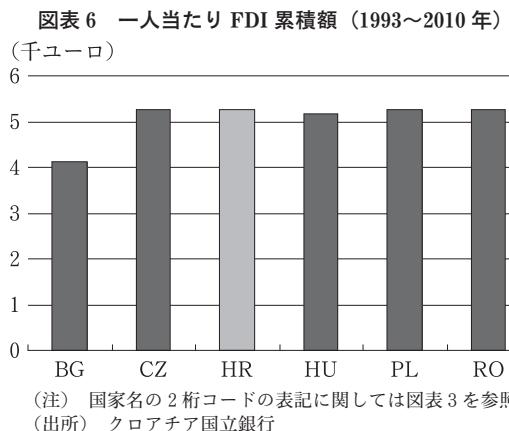
さいごに

以上本小論は、2008年秋のリーマン・ショック以降、既往のEU拡大の反動に喘ぐ中東欧経済の様相を、クロアチアの事例を通じて分析した。

第1節で述べたように、足元にかけてのクロアチア経済の低迷は内需の減退によってもたらされている。こうした内需の低迷が、それまで活発であった銀行融資の失速によってもたらされていること、それがEUにおける金融環境の悪化に伴う現象であることを第2節で論じた。こうした中でクロアチアの政策当局は、直前に迫ったEU加盟の足かせを受けて有効な景気下支え政策を採れず、身動きが出来ない状況で深刻なリセッションを甘受せざるを得なくなっていることが第3節より明らかになった。

実体・金融両面でユーロ圏に端を発した財政・金融問題の影響を色濃く受けている以上、クロアチアを含めた中東欧経済の回復テンポは今後も緩慢なものに留まるとみられる。同国の場合、EU加盟によって域内の関税が撤廃されるというメリットが発生するが、主要輸出先であるユーロ圏経済は重債務国を中心に財政問題に伴う構造調整過程にあるため、その景気が活力を取り戻すまでにお時間を要するだろう。為替レートの大幅な減価が見込めない中で、同国の輸出の増勢が大きく加速して景気回復を牽引するというシナリオは期待しがたい。他方で金融面でも、システム的リスクは緩和しており過剰な負債圧縮の動きの改善がみられるが、EUで進められている自己資本規制強化の動きなどを映して、銀行の融資態度が直ぐに改善することにはならないだろう⁽⁷⁾。

またEU加盟に伴うメリットも、短期的には期待しにくい。例えばユーロ圏からの企業の移転進出が考えられるが、一人当たりGDPの水準からも分かるように、クロアチアの人工費は相応に高い。またこれまで流入してきた外国直



接投資（FDI）の水準も、既に同国の EU 加盟を見越して行われてきたため、EU に加盟した他の中東欧諸国と比べてそれ程遜色がない水準に達している（図表 6）。優位性がある観光産業を中心に戦略的な投資を呼び込もうとする機運が高まっている一方で、貯蓄・投資バランスの改善を図る上では、製造業部門の生産性の向上はやはり避けて通れない課題であろう。クロアチア政府には引き続き構造改革や事業環境整備の推進が求められる。他方で EU サイドにも、英国の離脱騒動など主要国との間でも足並みの乱れが目立つ中で、自らの安定のためにもこうした周辺経済に対する一段の配慮が必要になるだろう。具体的には、生産力を高めるような地域開発促進策の拡充、とりわけ構造基金を通じた資金援助の一段の充実が望まれる。

《注》

- (1) なお正確には、第五次拡大プロセスは 2004 年 6 月の前半（キプロスやチェコなど 10 ヶ国）と 2007 年 1 月の後半（ブルガリアとルーマニアの 2 ヶ国）に分かれる。
- (2) 既に EU に加盟した中東欧諸国のリーマン・ショック以降におけるマクロ経済の不調と銀行融資の停滞の関係については、拙稿（2012）を参照されたい。
- (3) 特に断りがない限り、以下で述べるデータの出所はクロアチアの政策当局（統計局や中央銀行）である。
- (4) 例えば銀行部門の不良債権比率をみると、2008 年末は 3.3% であったのが、最新 2012 年第 3 四半期は 10.1% にまで上昇している。出所はクロアチア

ア国立銀行。

- (5) 中東欧諸国との比較に関しては Steiner (2012) が詳しい。
- (6) なお国際金融機関による金融支援も実施されている。ERP に対しては世界銀行が 1.5 億ユーロの融資を実施している。また欧州復興開発銀行が国内の主要銀行（プリブレドナ銀行やエアステ・シュタイアーマルク銀行、ソシエテジェネラル・スプリト銀行など）を通じた中小企業向けツーステップ・ローンを提供している。
- (7) ウィーン・イニシアチブによる最新のレポートによれば、ユーロ圏を主にする財政・金融問題が足元にかけて小康状態を保つ中で、中東欧諸国の銀行部門における負債圧縮の動きにも緩和の兆しが見られる模様である（EBCI, CESEE Deleveraging Monitor, January 24, 2013）。

参考文献

- ・土田陽介（2012）「停滞感を強める中東欧経済～再びユーロ圏にとってのリスクになる可能性～」三菱 UFJ リサーチ＆コンサルティング『調査レポート』（2012 年 11 月 14 日）
- ・Croatian National Bank [CNB], *Financial Stability Report*, various issues.
- ・European Bank for Reconstruction and Development [EBRD], *Transition Report*, various issues.
- ・The European Bank Coordination “Vienna” Initiative [EBCI], *CESEE Deleveraging Monitor*, various issues.
- ・International Monetary Fund [IMF], *Country Report*, various issues.
- ・Steiner, Katharina. (2011) “Households’ Exposure to Foreign Currency Loans in CESEE EU Member States and Croatia,” *Focus on European Economic Integration*, Q 1/11, OeNB, pp. 6–24.