

調査レポート

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～

財政・金融問題を受けてユーロ圏経済は低迷が続いているが、その傍らで中東欧の経済も停滞感を強めている。

2000年代の中東欧経済は、2008年秋のリーマン・ショック直前まで高成長を記録した。ユーロ圏向けを中心に堅調であった輸出に加えて、先行きのEU加盟を見越してユーロ圏などから流れ込んだ多額の資本に刺激された内需（個人消費や住宅・建設投資など）が、中東欧の経済成長を牽引した。もっとも、そうした成長パターンはリーマン・ショックによって大きな打撃を受け、中東欧経済は大幅なマイナス成長に陥った。そして、その後の景気拡大ペースも緩慢なものに留まった。さらに、財政・金融問題の深刻化を受けてユーロ圏経済が低迷する中で、足元にかけて中東欧景気の停滞感が一段と強まっている。

こうした中東欧景気の低迷は銀行融資の不調によって促されている。特に、それまで非常に活発であった家計部門向け融資の停滞は、経済成長の牽引役であった個人消費の増勢を金融面から下押ししている。その背景には 銀行の資金調達の一環の困難化、EUにおける金融行政の厳格化、不良債権問題の深刻化、などの要因があるが、これらはユーロ圏サイドの財政・金融問題と密接に関係している。そのため、中東欧側の政策対応だけでは事態の好転が困難であり、ユーロ圏の問題が収束しない限り、中東欧の金融環境が改善し、それが景気の復調につながるとは見込みがたい。

中東欧の経済・金融はユーロ圏と極めて密接な関係にある。目下のところ小康状態にあるとはいえ、ユーロ圏を中心とする欧州の財政・金融問題が引き続き世界経済の成長のリスク要因である中、警戒すべきは、仮に銀行破たんなど何らかのショックに伴って中東欧の経済が動揺し、それが引き金となって、ユーロ圏の問題が再燃する危険性が存在することである。そのような事態を防ぐためにも、停滞感を強める中東欧経済に対する支援枠組みの拡充とその機動的な運営の必要性が高まっていると言えよう。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 土田 陽介 (chosa-report@murc.jp)

〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

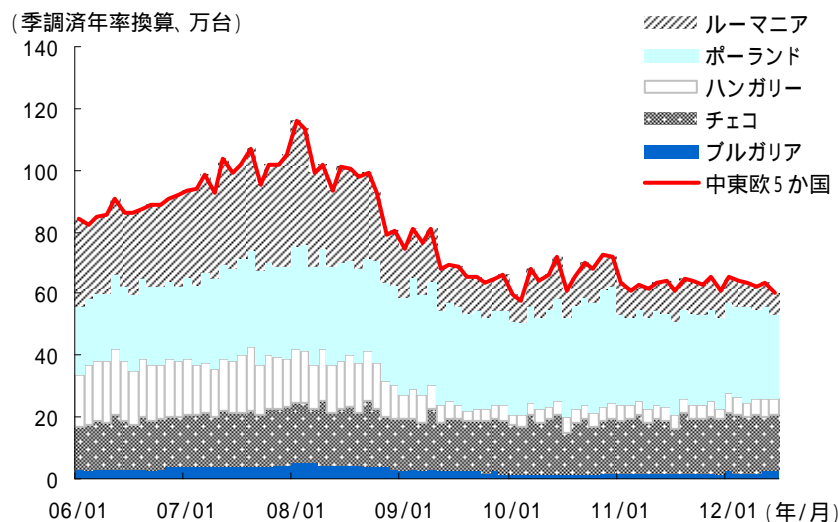
TEL : 03-6733-1070

はじめに

財政・金融問題を受けてユーロ圏経済は低迷が続いているが、その傍らで中東欧の経済も停滞感を強めている。

後述するように、2008年秋のリーマン・ショック以前の中東欧経済は、堅調な個人消費がリードするという形で高成長が続いた。その後リーマン・ショックを受けて、09年は深刻なリセッションに陥ったが、主要相手先であるユーロ圏の景気回復の恩恵を受けて輸出が増勢を強めたことから、中東欧景気は10年には回復に転じ、以降は緩やかな拡大が続いた。もっとも、それまで高成長を牽引してきた個人消費は、足元に至るまで低調なままである。代表的な例として乗用車の販売動向を見ると、チェコやポーランドは底堅い動きが続いているが、その反面でリーマン・ショック直前まで売上げが好調であったルーマニアやハンガリー、ブルガリアなどは水準が大きく低下したままである（図表1）。

図表1．低迷が続く中東欧の自動車市場（新車登録台数）



(注1) 乗用車のみ。
 (注2) 季節調整は当社で施した。
 (出所) 欧州自動車工業会資料より作成。

加えて、家計による住宅購入も冴えない状況が続いている。このような家計部門による消費活動の低迷は、景気低迷に伴う雇用・所得情勢の悪化に加えて、それまで消費の勢いを金融面から押し上げてきた銀行融資の不調によって促されている。そうした銀行融資は足元でさらに停滞色を強めているが、それは中東欧側の要因もさることながらユーロ圏における財政・金融問題の影響を色濃く受けた結果である。したがって、ユーロ圏の問題が収束しない限り、中東欧の金融環境が改善し、それが成長のエンジンである内需の復調につながるとは見込みがたい。ユーロ圏を中心とする欧州の財政・金融問題は、欧州中央銀行（ECB）による政策対応などを受けて目下のところ小康状態にあるとはいえ、当面の

間、世界経済の成長のリスク要因として煽り続けるだろう。こうした中で警戒すべきは、仮に銀行破たんなど何らかのショックに伴って中東欧の経済・金融が動揺した場合、それが引き金となって欧州問題が再燃する危険性が存在することである。

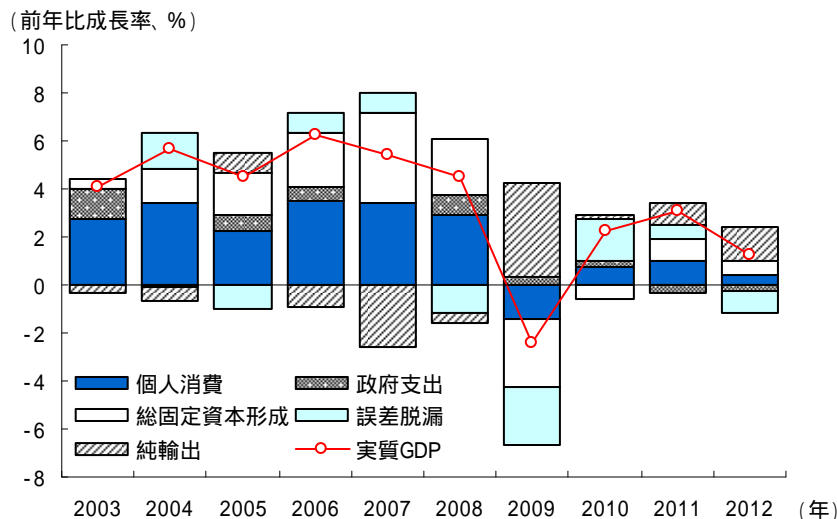
本稿は、足元において停滞色を強くする中東欧の経済の現状について、低迷する銀行融資の背景を整理することを中心に分析を行う。対象国は、既に欧州連合（EU）に加盟した国（EU10）のうち、バルト三国と統一通貨ユーロに加盟したスロベニアとスロバキアを除く5か国（ブルガリア、チェコ、ハンガリー、ポーランド、ルーマニア）とする。

本稿の構成を述べると、まず国外からの資本流入に依存する中東欧の経済成長パターンを整理する（第1節）。次に、金融システムの特徴を踏まえた上で、足元における銀行融資の不調を概観する（第2節）。さらに、そのような銀行融資の不調の原因となっている金融環境の悪化の問題を分析する（第3節）。以上を踏まえて、東欧の経済・金融の動向がユーロ圏の財政・金融問題にとってのリスクになる危険性について言及し（第4節）、最後に簡単なまとめを行う。

1．国外からの資本流入に依存する中東欧の経済成長パターン

2000年代の中東欧経済は、少なくともリーマン・ショックが発生する前の2007年まで高成長を記録していた。中東欧5か国の場合、2000年から2007年までの7年間の実質経

図表2．内需が牽引して高成長が続いた実質GDP



(注1) 中東欧5か国ベース(2005年基準の実質GDP)。

(注2) 構成項目別に寄与度分解を施した。

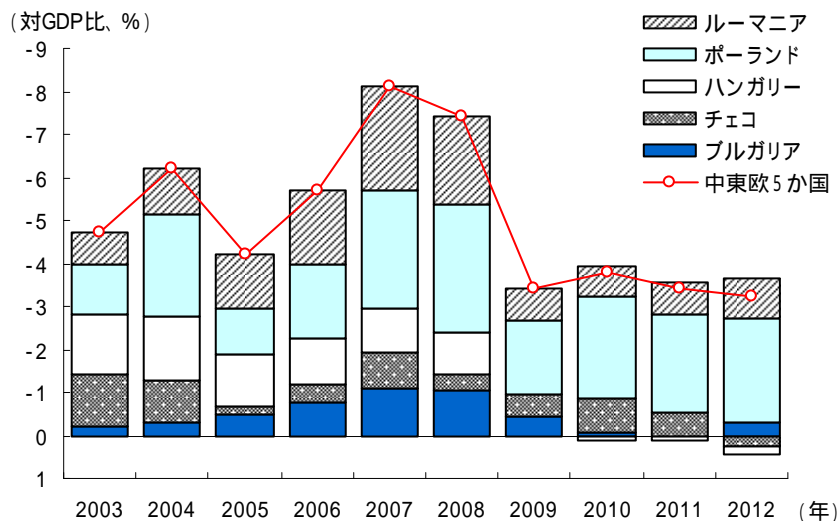
(注3) 2012年の水準は上期(1-6月期)の対前年同期比で代用した。

(出所) 欧州連合統計局資料より作成。

済成長率は年平均+4.4%とユーロ圏(+2.5%)を大きく上回っていた¹。ユーロ圏向けを中心として堅調に推移した輸出もさることながら、先行きのEU加盟を見越してユーロ圏などから流れ込んだ多額の資本による刺激を受けた内需（特に個人消費や住宅・建設投資など）が、中東欧の経済成長を加速させたのである（図表2）。

国外からの資本流入に押し上げられた内需がリードするという中東欧経済の成長パターンは、国際収支統計の動きからも確認できる。図表3は経常収支の対名目GDP比であるが、これを見ると高成長期の中東欧では経常収支の不均衡が広がっていたことが分かる。その主な原因は、旺盛な内需を反映して貿易赤字が拡大したことにあった。そうした経常収支赤字は、先に述べたユーロ圏諸国を中心とする外国からの資本流入、より具体的には直接投資(FDI)や後述する金融機関を介した短期資金の流入によって支えられていた。もっとも、特に金融機関を介した短期資金は、一般的に何らかのショックを受けると流出に転じ、その後加速度的に逃避する傾向がある。そのため、国外からの資本流入に依存した成長パターンが立ち行かなくなった経済は、通貨・国際収支危機や金融危機に陥ることになる。1990年代後半にアジア諸国を襲った通貨・金融危機はその典型例といえるだろう。IMFに代表される国際金融機関のエコノミストらは、そのような逆回転の危険性に対して警戒感を強めており、また中東欧諸国の政策当局者も同様の懸念を抱いていた（例えば Enoch and Okter-Robe, 2007）。

図表3．高成長の裏で拡大した経常収支不均衡



(注1) 中東欧5か国ベース。
 (注2) 2012年の水準は上期(1-6月期)の実績値を年率換算して代用した。
 (出所) 欧州連合統計局資料より作成。

結局、2008年秋に発生したリーマン・ショックが、そうした懸念を現実のものとさせる引き金になった。世界的な信用収縮の流れの中で資本が引き上げられたことを受けて、そ

¹ 欧州連合統計局公表値より計算した幾何平均値。

れまで中東欧経済の高成長を牽引してきた内需が一気に萎んでしまったのである。加えて世界的な需要の低迷を受けて輸出も失速した結果、2009年の実質経済成長率は、経済規模が大きく内需が底堅いポーランド（+1.6%）を除き²、一様に大幅マイナス成長（ブルガリアが-5.5%、チェコが-4.5%、ハンガリーが-6.8%、ルーマニアが-6.6%）に転落した。さらに、資本の逃避を受けてハンガリーなど一部の国が通貨・国際収支危機に陥ったため、中東欧の金融環境が極めて不安定化し、EUやIMFより緊急支援を仰ぐ事態となった。これがEUの中核であるユーロ圏の金融不安に連鎖的に波及するかもしれないという危機感が、いわゆる「中東欧リスク」として、当時は頻繁に指摘されていた。

中東欧の景気は2010年初め頃に底打ちし、以降は回復が続いた。ただそのペースは、ユーロ圏経済の緩やかな成長を受けて輸出が増勢を強めた一方で、内需の立ち上がりが遅れたため、緩慢なものに留まった。その後、財政・金融問題の深刻化を受けてユーロ圏経済が停滞感を強める中で、中東欧の輸出は2011年頃から徐々に勢いを失うことになった。また内需も、個人消費を中心に低迷が続いているため、中東欧景気は足元にかけて停滞感を一段と強める事態になったのである（図表2）

以上、中東欧の経済成長パターンの特徴と、リーマン・ショック後から足元にかけての景気動向を確認した。次節では、中東欧の経済成長パターンと密接な関わりを有する金融システムの特徴を踏まえた上で、景気低迷を金融面からもたらしている銀行融資の不調を概観する。

2. 景気低迷をもたらす銀行融資の不調

中東欧の銀行部門における最大の特徴は、有力銀行の殆どがユーロ圏を中心とする欧米の大手金融機関（つまり外国銀行）の傘下に置かれていることである。そのため、外国銀行が中東欧の銀行市場に占めるシェア（資産ベース）は、2011年末時点で、ブルガリアが76.5%、チェコが86.5%、ハンガリーが89.3%、ポーランドが63.0%、ルーマニアが83.1%となっている（Raiffeisen Research, 2012）。中東欧事業に注力するユーロ圏の有力金融機関としては、フランスのソシエテ・ジェネラル銀行、イタリアのウニクレディトやインターザ・サンパオロ、オーストリアのエルステバンクやライフアイゼン銀行などを挙げることができる。

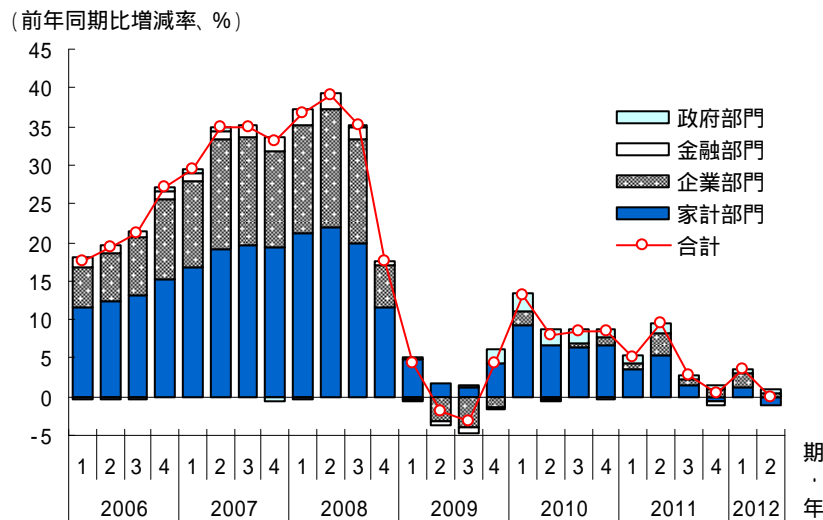
一連の特徴は1990年代後半から2000年代前半にかけて作り出されたものである。その背景には様々な要因があるが、中でも以下で挙げる2つの点が重要である。第1に、EU拡大に伴って新たなビジネスチャンスを模索していたユーロ圏の大手金融機関が、中東欧マ

² 人口が1,000万人未満の国が多数を占める中東欧において、ポーランドは4,000万人弱の人口を抱える中東欧最大の経済である。底堅い内需が外需の失速による下押し圧力を補った結果、ポーランドは2009年もマイナス成長を回避できた。

マーケットの潜在的な成長力に注目し、積極的に事業を展開したことである。ドイツやイタリアなどの主要国に加えて、とりわけオーストリアの金融機関が中東欧ビジネスに意欲的であった。その背景には、人口8百万人強の小国であるオーストリアの場合、国内市場の成長が見込めなかったことや、統一通貨ユーロの導入などでEU域内における競争が強まる中で、成長市場であり収益性が高い中東欧の銀行市場に活路を見出したことなどがある（Breyer, 2004; Fuchs, 2005）。2点目として、中東欧諸国が国有の有力銀行の民営化と市場開放を実施したことである（ECB, 2005）。EUの行政執行機関である欧州委員会は、将来的なEU加盟を希望する中東欧諸国に対して、国有銀行の民営化と市場開放を求めている。主にこれら2つの要因から、中東欧の有力銀行の多くがユーロ圏の金融機関の傘下に入るようになったのである³。

一連の特徴を有する中東欧の銀行は、2008年秋のリーマン・ショック直前まで、前年比4割増というハイペースで貸出を伸ばしてきた。そのような融資の急伸を牽引してきたのが、企業部門向け以上に力強く推移した家計部門向け融資であった（図表4）。こうした銀行融資が、内需、特に個人消費の増勢を促し、中東欧の経済成長ペースを加速させたのである。リーマン・ショックに伴う通貨・国際収支危機によって中東欧の金融が不安定化し、融資全体の動きが低迷する中でも、家計部門向け融資は底堅く推移し、全体の伸びを下支えした。もっとも、景気が鈍化に転じた2011年頃から足元にかけて、家計部門向け融資も勢いを失い、2012年第2四半期にはマイナス寄与に転じるようになったのである。

図表4．金融危機を受けて伸びが鈍化する銀行融資

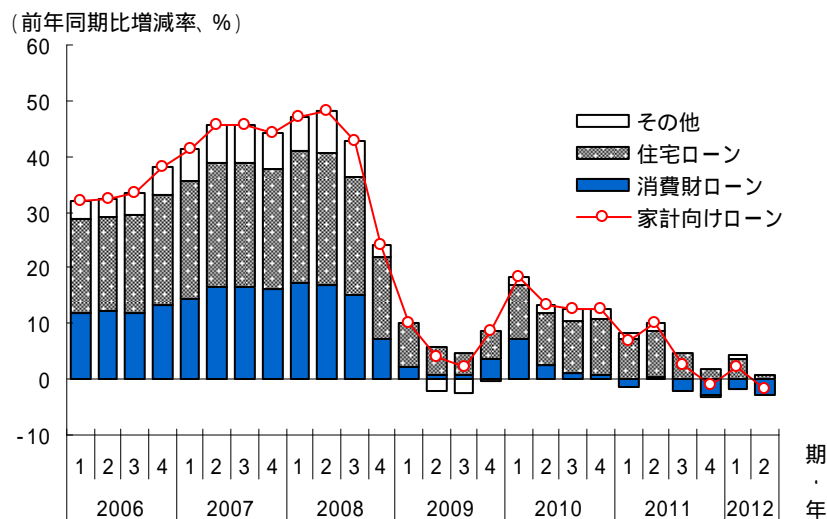


(注1) 中東欧5か国ベース。
 (注2) 構成項目別に寄与度分解を施した。
 (出所) 欧州中央銀行(ECB)資料より作成。

³ オーストリアの金融機関が中東欧市場に活路を求めた経緯の詳細については拙稿（2009）を参照されたい。

そこで図表5を用いて家計部門向け融資の動向をより詳細に確認しよう。構成項目別に全体の増減率に対する寄与度を見ると、リーマン・ショック以前は住宅ローン、自動車などの消費財ローンのいずれも好調であったことが分かる。そうした融資が「レバレッジ(テコ)」となって、家計の強い消費意欲を満たしたのである。その後リーマン・ショックを受けて、家計部門向け融資の基調は、増勢の失速が顕著な消費財ローンを底堅い住宅ローンが支えるという形に変化した。さらに足元にかけては、住宅ローンに関しても停滞色が強まっている。

図表5 失速する家計部門向け融資の伸び



(注1) 中東欧5か国ベース。
 (注2) 構成項目別に寄与度分解を施した。
 (出所) 欧州中央銀行(ECB)資料より作成。

このように、足元にかけて家計部門向けを中心に失速する銀行融資が、中東欧景気の下押し圧力となっている。そこで次節では、銀行融資不調の原因となっている金融環境の悪化について指摘する。

3. 銀行融資不調の原因となっている金融環境の悪化

銀行融資の停滞は、景気の低迷に伴う資金需要の減退よりも、むしろ、以下で指摘する3点に代表されるような、中東欧の銀行を取り巻く金融環境の悪化によってもたらされていると考えられる。

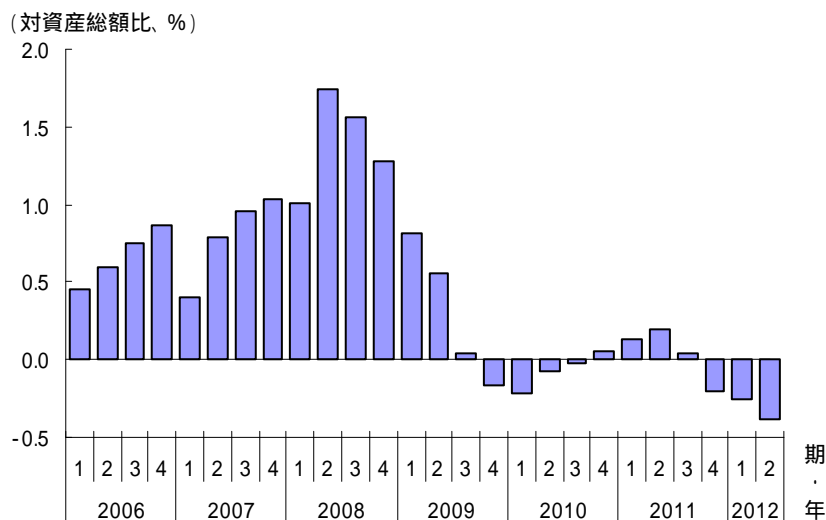
(1) 銀行の資金調達の一環の困難化

第1に、ユーロ圏における財政・金融問題が深刻度を増す中で、中東欧の銀行の資金調

達が一段と困難になったことが挙げられる。既に述べたように、中東欧の主要銀行の多くがユーロ圏の有力金融機関の傘下に入っている。そのような中東欧の銀行は、地元の預金のみならず、親元に当たるユーロ圏の金融機関を中心とする短期資金の借り入れに依存する形で、家計部門向けを中心とする融資に邁進していた。つまり国外からの短期の資金流入が、中東欧経済の成長のエンジンであった個人消費を金融面から促すエネルギーになったのである。

図表6は中東欧諸国の銀行部門における対外負債フローの推移を示したものである。これを見ると、まず2008年秋のリーマン・ショック後に、中東欧の銀行への対外資金の流入規模が大幅に縮小したことが分かる。この変化は、ショックに伴う金融危機を受けて、ユーロ圏の銀行が中東欧の銀行に移転する資金量を一気に縮小させたことを意味するものである。その後2009年から10年にかけて流出が続いたが、11年にかけて規模は小さいものの流入に転じた。それが足元にかけて再び流出にスイッチするとともに、その規模が拡大している。この間、ユーロ圏において財政・金融問題が悪化したことから、それに伴い親元のユーロ圏側の銀行が中東欧の銀行からの資金還流（リパトリエーション）を強化させたと考えられる。中東欧向けの銀行融資に関する官民の協定（ウィーン・イニシアチブ）⁴を受けて無秩序なリパトリエーションは回避されているとみられるが、ユーロ圏の金融機関による資金の引き上げが着実に強まっており、これが中東欧の銀行の負債圧縮（デレバレッジ）を強め、足元における銀行融資の不調をもたらしている可能性が高いと言えよう。

図表6．流出が続く銀行部門の対外負債フロー



(注1) 中東欧5か国ベース。
 (注2) 4四半期後方移動平均。
 (出所) 欧州中央銀行(ECB)資料より作成。

⁴ 欧州復興開発銀行（EBRD）やIMFなどの支援の下で、ユーロ圏側（つまり進出国）の銀行が系列である中東欧（つまり受入国）の銀行から資金を引き上げないことや、事態が悪化した際は受入国側の当局より公的資金の注入を受けることなどを確約した合意。2009年1月に発行した。

(2) E Uにおける銀行行政の厳格化

第2に、EUにおける金融行政が、今般の財政・金融問題を受けて一段と厳格になったため、銀行の融資マインドが慎重になったことが挙げられる。これは、先に述べた第1の要因である銀行の資金調達の高コスト化とも密接に関わっていると考えられる。

EU加盟各国の金融行政当局を取りまとめ司る欧州銀行監督機構（EBA）は、金融危機の収束を促すとともに、その再発を防ぐべく、域内の大手銀行に対して規制を強化している。こうした流れの中で、EBAの傘下にあるEU各国の金融行政当局もまた銀行監督を強化しているが、とりわけオーストリアの当局（金融市場局と中央銀行）は、中東欧の金融市場において有力であるがゆえに業績低迷が続く同国の大銀行に対して、規制スタンスを強めている。具体的には、①国際業務を営む銀行に対する新たな国際規制（バーゼルⅢ）を念頭に入れた自己資本の充実、②新規の国際融資に際する地場金融市場（融資先の市場）での資金調達の強化⁵、③2012年末を目途とする経営改善計画の提出の3点から成る金融監督・規制パッケージ（通称 Austrian Finish）が同国当局によって推進されている（Raiffeisen Research, 2012）。

以上で述べた金融監督・規制強化の流れを受けてユーロ圏の金融機関の融資態度が厳格化しているが、その傘下にある中東欧の主要銀行もまたそれに従う形で、融資態度を厳格化させていると指摘されている（Schreiner, 2012）。特に②の点は、足元にかけて拡大するユーロ圏側の金融機関による資金回収を促す要因にもなっているとみられる。

(3) 不良債権問題の深刻化

第3に、資産価格の下落や経済の不調に伴い不良債権問題が深刻化していることが指摘できる。不良債権の増加は、金融機関同士の支払い問題を悪化させ、金融環境を不安定にさせる。IMFによれば、2012年第1四半期における不良債権比率（総融資額に占める不良債権の割合）は、ブルガリアの場合が16.2%、ハンガリーが14.3%、ルーマニアが15.9%に上っている（IMF, 2012）。経済の規模が異なるので単純な比較はできないが、金融機関の不良債権問題で揺れるスペインの場合でも、同国の中央銀行が公表している最新の不良債権比率（2012年8月時点）は10.5%である。一連の事実も、中東欧諸国の不良債権問題の深刻さを物語っている。

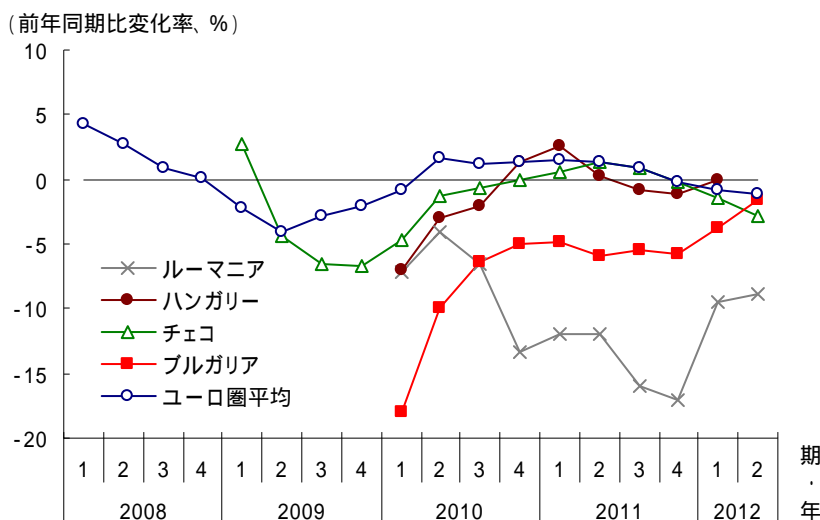
当然のことながら、そうした不良債権には、住宅ローンを中心とする家計部門向け融資の焦げ付きが含まれている⁶。その大きな原因の1つに、リーマン・ショック以降、住宅価格が依然下げ止まらないことがある（図表7）。各国毎に見れば、ハンガリーやブルガリア

⁵ 具体的には、当局は銀行に対して、新規の国際融資に際して「融資額/地場資金調達額比率（Loan to Local Stable Funding Ratio, LLSFR）」を110%未満とすることを定めた。このことで、銀行は新規融資に際して地場資金以外の資金を10%までしか活用できなくなり、レバレッジが抑制されることになった（IMF, *Country Report No. 12/252*, p.2）。

⁶ 例えばハンガリーの場合を見ると、同国中央銀行が発表する住宅ローンの不良債権比率は、2009年末の4.6%から2010年末には6.7%に、そして2011年末には13.2%へと急上昇している。

など底入れしつつある国が存在する一方で、チェコは再び停滞色を強めており、ルーマニアは依然10%前後の前年比大幅マイナスが続くなどの相違もあるが、中東欧全体として評価すれば、住宅市場の低迷は長期化している。

図表7．前年割れが続く住宅価格



(注1) 新築・中古の両方を含む総合的な住宅価格指数。詳細はEurostat (2012) を参照されたい。

(注2) ポーランドは原統計に未記載。

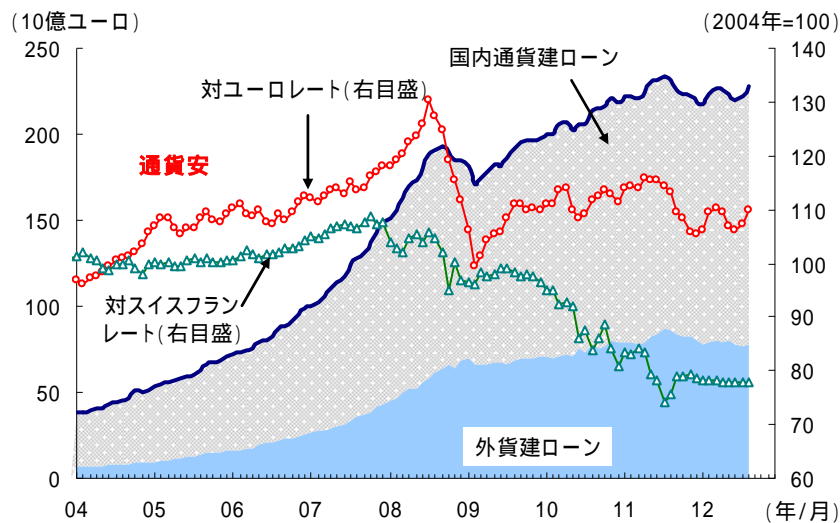
(出所) Eurostat (2012)。

さらに、為替レートの下落に伴う外貨建て債務の膨張が、住宅ローンを中心とする家計向け融資の不良債権化を促している。図表8は、銀行による家計部門向け融資額の推移を通貨別に見たものである。リーマン・ショック以前の高成長期から、家計は徐々に外貨建てでローンを組むようになっていた。当時は、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でローンを組むことによって、金利負担を減らすことができたからである。ただリーマン・ショックに伴う通貨・国際収支危機を受けて中東欧諸国の為替レートが急落したため、主に国内通貨建てで融資が行われていたチェコを例外として⁷、2008年末にかけて外貨建て負債の金額規模が拡大し、家計の債務負担が一気に重くなったのである。その後は為替レートが緩やかに回復したことや、また国内通貨建てローンへの借り換えが進んだことなどから、家計の外貨建て債務の増加ペースは緩やかになった。ただ11年以降、ユーロ圏における財政・金融問題が徐々に深刻化する中で、とりわけスイスフランが安全通貨として買われたために、スイスフラン建てを中心に再び家計の外貨建て負債が膨らむことになった。現状、外貨建てローンの金額規模は徐々に減ってはいるが、引き続き家計の重い負担となっており、住宅ローンの焦げ付きへとつながっている。

⁷ チェコにおける外貨建て融資比率の低かった理由として、インフレが抑制されており、また為替レートが適度に変動していたため、家計が外貨建て融資を選考する理由に乏しかったことが指摘されている (IMF, Country Report No. 12/175, p.6)。

このように中東欧は深刻な不良債権問題を抱えているが、先に指摘したように景気も停滞感を強めているため、政策的な支援がない限り、銀行の抱える不良債権が順調に処理されると予想しがたい。その一方で、不良債権処理の支援策を実施する上で必要となる政府の歳出に関しては、EUの行政執行機関である欧州委員会などから厳しい制約が設けられており、国有化など大胆な措置は実施しにくい。したがって、中東欧の金融環境は不安定な状況を脱せずにいるのである。

図表 8 . 膨張する外貨建て債務



(注1) 中東欧5か国ベース。
 (注2) 各為替レートは中東欧5か国のユーロ圏向け、スイス向け輸出額で按分した。
 (出所) 各国中央銀行・統計局資料より作成。

以上、足元における銀行融資停滞の原因として3つの点（①銀行の資金調達の一段の困難化、②EUにおける金融行政の厳格化、③不良債権問題の深刻化）を指摘した。そして、いずれの要因もユーロ圏サイドの問題と密接に関係していることを論じた。加えてこのことは、中東欧側の政策対応だけでは、事態の好転が困難であることを示している。したがって、ユーロ圏側の問題が改善しない限り、中東欧の金融環境が改善し、それが景気の復調につながるとは見込みがたい。

これまでの議論で整理したように、中東欧の経済は停滞感を強めている。こうした中、警戒すべきは、仮に銀行破たんなど何らかのショックに伴って中東欧の経済・金融が動揺し、それが引き金となって、現在小康状態にあるユーロ圏の財政・金融問題が再燃する危険性が存在することである。以下ではそのようなシナリオの可能性について言及しよう。

4. 中東欧が再びユーロ圏にとってのリスクになる可能性

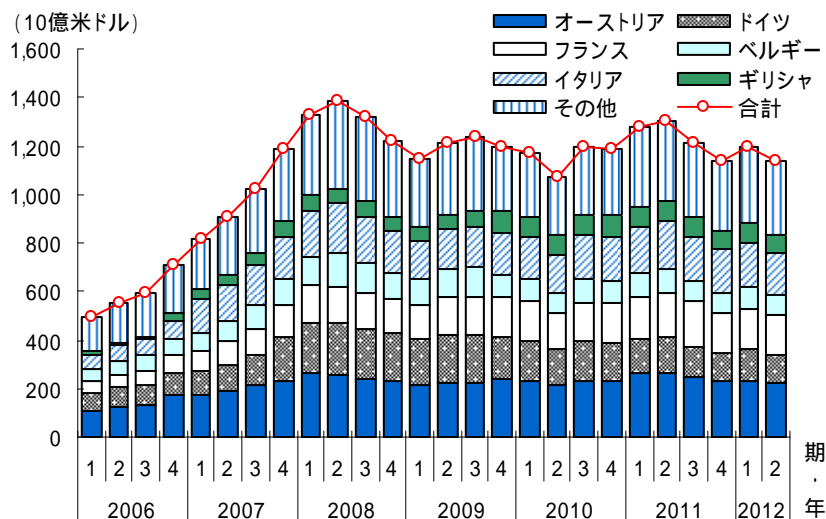
目下のところ、ユーロ圏の財政・金融問題は、2012年9月のECBによる国債買入れプログラム（OMT）の公表や翌10月の欧州安定メカニズム（ESM）の稼動開始などを受けて市場の不安が後退したことから、小康状態を保っている。

もっとも、以上の政策対応はあくまで対処療法的であり、問題の抜本的な解決のためには広範囲に渡る構造改革を推進する必要がある。そして、そうした取り組みが実を結ぶまでには長期を要することは明白である。以上の意味で、ユーロ圏が抱える問題はなおも不安定であるといわざるを得ない。こうした中、仮に何らかの強いショックが発生すれば、ユーロ圏の財政・金融問題が再び緊迫感を強める事態となる可能性がある。

そのようなリスクの1つとして、仮に中東欧で銀行危機が発生した場合、それがユーロ圏側の金融環境の悪化に連鎖する危険性を指摘することができる。そうしたチャネルとして、ユーロ圏の金融機関が中東欧向けに貸している国際融資が焦げ付くことで、ユーロ圏の金融機関の経営体力を弱めるという経路がある。12年第2四半期時点において、EUの金融機関が中東欧向けに保有する融資額は全体の6.5%と、直近の最高水準である11年第1四半期（7.2%）よりは低いものの、リーマン・ショックが発生した08年第3四半期の水準（5.5%）を依然上回っている⁸。

図表9はEUの金融機関が抱える中東欧向け債権の推移を、融資元である銀行が属する国籍ごとに積み上げたものである。オーストリアを筆頭に、ドイツやフランスのみならず、

図表9. 多額に上る西欧銀による中東欧向け融資額



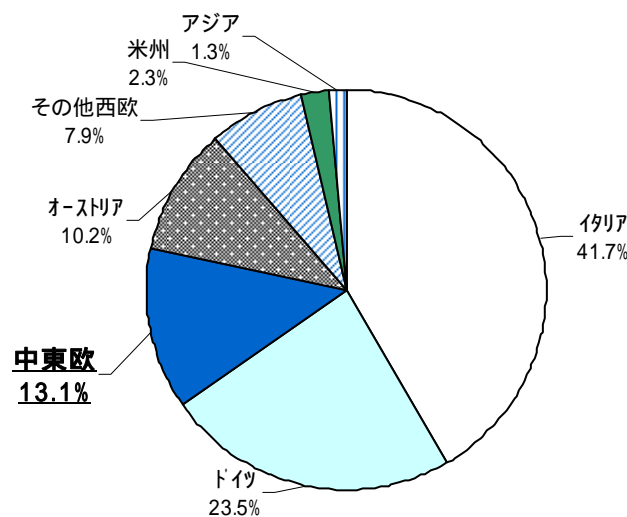
(注1) EU域内の金融機関が欧州の新興国(中東欧)に対して貸し付けた融資額。
 (注2) 最終リスクベース。
 (出所) 国際決済銀行資料より作成。

⁸ 国際決済銀行（BIS）の資料（最終リスクベースの対外債権額）より計算した。

先に述べた国際協定（ウィーン・イニシアチブ）を受けて無秩序な融資の引き上げが禁止されていることなどから、信用不安に揺れるイタリアやギリシャの金融機関も引き続き中東欧向けに多額の債権を有している。そうした債権が焦げ付けば、自ずとユーロ圏側に属する金融機関の経営体力が削がれることになる。

さらに、EU拡大の過程で国境を越えた金融再編が行われた結果、ユーロ圏の有力金融機関は、欧州域内でボーダレスに事業を営んでいる。そのため、一金融機関の経営危機は一国の金融不安を呼び起こすに留まらず、必然的にユーロ圏延いてはEU全体の金融環境の悪化につながる危険性が高いのである。そのような欧州域内でボーダレスに事業を営む有力金融機関の代表例としてウニクレディットがある。同行は元々イタリアを母国とする銀行であったが、統一通貨ユーロ導入後に積極的な拡大戦略を採る中で、ドイツの銀行（HVB）やその傘下で中東欧事業に注力していたオーストリアの銀行（BACA）を買収した。以上の経緯からウニクレディットは、ユーロ圏から中東欧の広範囲に渡り事業を展開する金融グループとなるに至った（図表10）⁹。同グループの資産構成が物語るように、ユーロ圏の有力金融機関は欧州の東西に幅広く事業を展開している。このような金融機関を媒介として、中東欧発の銀行危機がユーロ圏全体の金融不安へと連鎖する危険性が存在するのである。

図表10．欧州の東西で事業を展開するユーロ圏の大手金融機関
（ウニクレディット・グループの総資産の国別内訳）



（出所）UniCredit Group, *Annual Report 2011*.

⁹ ウニクレディット・イタリアーノは2005年にHVBを買収したが、もともと同行はその子会社として中東欧事業に精力的であったオーストリア最大の金融機関であるBACA（現バンク・オーストリア）を抱えていた。そのため、ウニクレディットがHVBを買収したことにより、イタリアとドイツ、オーストリアの3か国にまたがる金融集団が形成されることになった。

かつて中東欧が、2009年に通貨・国際収支危機に陥った際も、そういったシナリオに対する警戒感が高まったことがある。危機に伴う金融不安を受けて中東欧の有力銀行の経営が悪化した、それが経営の悪化した中東欧の銀行のオーナー企業であるオーストリアの有力金融機関（BAWAG、エルステバンク、HGA A、ヒポグループ・アルペアドリア、ライフアイゼン、フォルクスバンクなど）の経営危機につながり、延いてはユーロ圏の金融不安につながるかもしれないという危惧が、市場で高まったのである。その際は、オーストリア政府が公的資金を注入することによって、金融システム不安の連鎖を断ち切ることができた。もっとも当時は、ユーロ圏の財政・金融問題が現状ほどには深刻化しておらず、その意味でユーロ圏側の政府は金融機関の救済余力を有していた。ただ現状では、危機が小康状態にあるとはいえ、ユーロ圏諸国の財政・金融は、当時よりもはるかに悪い状況に置かれている。このような状況の下で、仮に中東欧発の新たなショックが発生すれば、ユーロ圏の金融システムが当時以上に緊張するとともに、それが信用不安の再燃に直結する危険性は高いと考えられる。

欧州復興開発銀行（EBRD）のチャクラバルティ総裁が、2012年10月に開催されたIMFの総会に際して、ユーロ圏危機による深刻な打撃を受けた中東欧諸国向けに今後2年間で30億ユーロ（3千億円相当）の金融支援を実施する計画を明らかにしたことは、国際金融機関サイドにもそういった懸念があることの端的な表れと言えよう。しかしながら、EBRDによる融資は主にプロジェクト・ベースで行われるため、機動性に乏しいという欠点を有している。中東欧発の経済・金融不安を防ぐためには、より弾力的な融資が可能となる支援枠組みを新たに設ける必要があるだろう。具体的には、ユーロ圏の信用不安を沈静化する目的で設立された欧州金融安定基金（EFSF）のような公的なファンドを、中東欧向けに新設することが考えられる。

おわりに

以上本稿は、足元において停滞色を濃くする中東欧経済について、低迷する銀行融資の観点から分析を行った。そして家計部門向けを中心とする銀行融資の失速が、中東欧の経済成長の下押し圧力になっているが、そうした銀行融資の低迷が①銀行の資金調達の一段の困難化、②EUにおける金融行政の厳格化、③不良債権問題の深刻化、といった、中東欧の政策対応だけでは改善が見込みがたい、ユーロ圏サイドの問題と密接に関係している要因によってもたらされていることを指摘した。

中東欧の経済・金融はユーロ圏と極めて密接な関係にある。仮に、銀行破たんなど何らかのショックに伴って中東欧の経済が動揺すれば、それが引き金となって、現在小康化している欧州問題を再燃させかねない。このことは、減速基調を強める世界経済にとって大きなリスクである。そのような事態に陥らせないためにも、ユーロ圏内における金融支援に対する公的枠組みを整えるだけではなく、停滞感が強まる中東欧に対しても、公的な支援枠組みの拡充とその機動的な運営を心がける必要性が高まっている。

参考文献

- 土田陽介(2009)「オーストリアの銀行とその東方拡大モデル - スウェーデンとの比較試論」
『上智ヨーロッパ研究』第二巻、15～32頁。
- Breyer, Peter. (2004) “Central and Eastern Europe – The Growth Market for Austrian Banks,” *Monetary Policy & the Economy*, Q3/04, pp. 63–88, OeNB [Oesterreichischen Nationalbank], Vienna.
- EBRD [European Bank for Reconstruction and Development]. (2012) *Transition Report 2012*, London.
- ECB [European Central Bank]. (2005) *Banking Structures in the New EU Member States*, Frankfurt am Main.
- Enoch, Charles and İnci Ökter-Robe eds,. (2007) *Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe – Endless Boom or Early Warning ?*, International Monetary Fund, Palgrave Macmillan: New York.
- Eurostat. (2012) *Experimental House Price Indices in the Euro Area and the European Union in the Second Quarter of 2012*.
- Fuchs, Matthias. (2005) “The Internationalization of Austria’s Financial Sector since Accession to the European Union,” *Monetary Policy & the Economy*, Q2/05, pp. 130–143, OeNB, Vienna.
- IMF [International Monetary Fund], *Country Report, Various Issues*.
———. (2012) *Global Financial Stability Report*, October 2010, Washington, D.C.
- Raiffeisen Research. (2012) *CEE Banking Sector Report*, June 2012, Vienna.
- Schreiner, Josef. (2012) “Developments in Selected CESEE Countries: Heterogeneous Growth Performance, Improving Fiscal and External Accounts,” *Focus on European Economic Integration*, Q2/12, pp. 8–37, OeNB, Vienna.
- World Bank, *EU10 Regular Economic Report, Various Issues*.

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。