

欧州新興国の金融・経済危機——2008～2010年

高 田 公
徳 永 昌 弘

はじめに

2000年代の急速な経済成長を背景に本格的な消費社会の到来を謳歌した欧州新興国¹⁾の将来展望は、2008年秋のリーマンショックが招いた世界金融・経済危機によって暗転した。实体经济への影響がとりわけ大きかったバルト諸国の2009年のGDP実績は、いずれも対前年比でふた桁の下落率である（エストニア：-13.9%、ラトビア：-18.0%、リトアニア：-14.7%）。欧州新興国で最大の経済規模を誇り、世界的に有望な新興市場を象徴するBRICsの一角を占めたロシアのGDP成長率も-7.8%を記録し、一時はBRICsからの脱落（BRICsからBICsへ）さえ取りざたされた。世界経済の底打ち感を背景に、2009年春頃から欧州新興国の株式市場や為替相場は上昇に転じ、实体经济も回復基調にある。2010年のGDP実績は、一部の国々（ラトビア、ルーマニア、クロアチア、モンテネグロの4カ国）を除き、プラス成長に復帰している²⁾。しかし、危機前の成長路線への復帰は困難と見られ、西欧先進国へのキャッチアップ戦略は再考を迫られている³⁾。

旧共産圏に属する欧州新興国は、計画経済から市場経済への転換に伴う1990年代の混乱期を経て、2000年代に有望な投資先として世界経済の檜舞台に登場した。旧社会主義および移行経済としての相貌に、新興市場という顔を新たに加えたことは歴史に残る重要な出来事であろう。特にEU加盟（2004年5月および2007年1月）を果たした国々は、西欧が主導する汎欧州の事業ネットワークに組み込まれ、金融分野も西欧を中心とする外国銀行の傘下に入った。自国内

1) 本稿で欧州新興国とは、特に断りのないかぎり、中東欧諸国および欧州地域のCIS構成諸国（ロシア、ウクライナ、ベラルーシ、モルドバ）を指す。中東欧諸国は、バルト諸国（エストニア、ラトビア、リトアニア）、中欧諸国（ハンガリー、ポーランド、チェコ、スロバキア）、南東欧諸国（ルーマニア、ブルガリア、スロベニア、クロアチア、ボスニア・ヘルツェゴヴィナ、セルビア、モンテネグロ、コソボ、マケドニア、アルバニア）から成る。

2) 以上の経済実績は、Havlik, P. et al., *Current Analyses and Forecasts 7. Economic Prospects for Central, East and Southeast Europe: Recovery - in Low Gear across Tough Terrain*, The Vienna Institute for International Economic Studies, February 2011, p. vi, Table 1を参照した。

3) *The Economist*, 5 November 2009, <http://www.economist.com/node/14803163/print>. 以下、電子媒体へのアクセス日は、おおむね2009年初から2011年4月末までである。

の銀行資産に占める外国銀行のシェア (2007年) は、CIS構成諸国とスロベニアを除く各国で6割を超え⁴⁾、世界的に見ても外国銀行の進出状況は突出していた。他方、産油国のロシアを除くすべての欧州新興国は慢性的な経常収支赤字を抱え、その多くは対外借入によるファイナンスに依存する構造が2000年代半ば以降に定着した。GDPあるいは輸出額と比較した対外債務水準は、世界の中で中東欧諸国が群を抜いて高かった⁵⁾。米国発の金融危機が中東欧諸国全体に飛び火するきっかけとなったのは米大手格付会社Moody'sの特別報告書 (2009年2月) であったが、その火種は実体経済と金融経済の両面に及ぶ対外依存構造にあったと言える⁶⁾。

ところが、世界金融・経済危機は巨額の経常収支黒字を抱え、外貨準備を積み増していたロシアも直撃した。外資による銀行業の免許取得の取引費用が高い同国の場合、銀行資産に占める外国銀行のシェア (2007年) は2割に満たず⁷⁾、欧州新興国の中で最低水準であった。当初、ロシア政府は「対岸の火事」を決め込み、最初に国家破綻が報じられたアイスランドへの救済融資を打診するなど、余裕の態度を見せていたが、2008年10月以降に大規模な資本流出と強烈な信用収縮に直面した。株式市場は取引停止を繰り返し、2008年における株価指数の下落率は世界最大であった⁸⁾。世界的な信用収縮を国内経済に引き入れた最大の要因は、2006年以降に急増した民間対外債務である。好調な経済成長の陰で対外債務が積み上がった構図は中東欧諸国と同じだが、実体部門の国内企業が国外での資金調達に直接乗り出し、内外のM&Aなどに活用していた点はロシア特有の現象である⁹⁾。そこには、オフショアを介した所有構造が醸し出す危うい企業統治の実態も透けて見える。

このように、欧州新興国の金融・経済危機の発現形態には共通点と相違点があり、特に中東欧諸国とロシアの経済環境は制度面でも政策面でも大きな隔りがある。そこで、以下では、両者を分けて2008～2010年の経済動向を考察した後に、金融・経済危機への対応策と今後に向けての課題を検証することで、欧州新興国に見られる危機の多様性と各国に共通する問題の所在を探りたい。

4) EBRD, *Structural Change Indicators*, <http://www.ebrd.com/pages/homepage.shtml>

5) 山口昌樹「中・東欧諸国の銀行部門——外国銀行の進出と金融危機の波及」田中素香 (編著)『世界経済・金融危機とヨーロッパ』勁草書房、2010年、83-109ページ。

6) 盛田常夫『ポスト社会主義の政治経済学——体制転換20年のハンガリー：旧体制の変化と継続』日本評論社、2010年、47-64ページは、こうした中東欧諸国の対外依存構造を「借り物経済」と呼び、その色彩が強いハンガリー経済の問題点を論じている。

7) 注4)に同じ

8) РБК.Рейтинг, 13 самых неудачных дней на рынке акций в 2008 году, <http://rating.rbc.ru/article.shtml?2009/01/14/32269908>

9) 溝端佐登史「成長と危機のなかのロシア企業社会」『比較経営研究』第34号、2010年、20-41ページ。

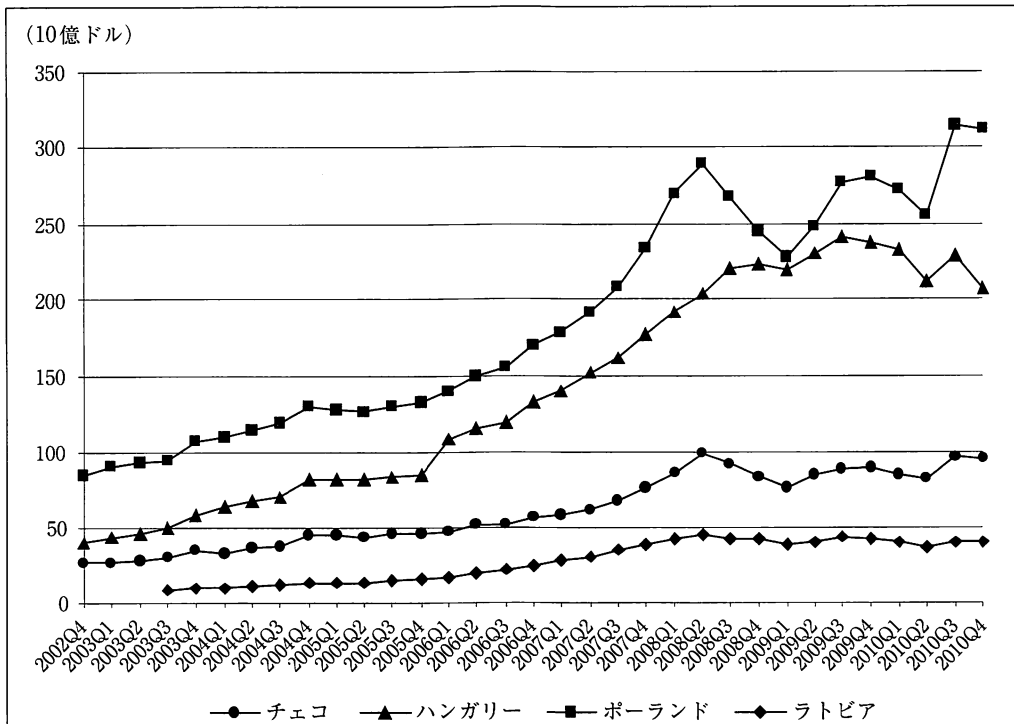
I. 2008～2010年の経済動向

1. 中東欧諸国

概況

中東欧諸国では、2007年夏に米国と西欧でサブプライム問題に起因する危機が発生した後も、その影響は限定的であった。中東欧諸国の企業と銀行は証券化商品に関連する資産をほとんど保有しておらず、2008年前半までは比較的順調に外国からの資金流入が続いていた。しかし、2008年9月のリーマン・ブラザーズの破綻をきっかけとした世界的な信用収縮の発生により、中東欧諸国からの急速な資金流出が起これ、信用の流れが枯渇する流動性危機に陥った。さらに、資本逃避により変動相場制を採用する諸国の通貨が急落する中で、この地域で近年急速な拡大を見せていたユーロやスイスフランなどの外貨建て融資が不良債権化する懸念が高まった。図1が示すように、中東欧諸国の対外債務残高は2000年代半ばから急伸していたため、その返済能力に疑問が持たれたのである。欧州の金融危機が深まる中で、ハンガリーでは対外債

図1：中東欧4カ国の対外債務残高



出所：The World Bank, Quarterly External Debt Statistics.
<http://databank.worldbank.org/ddp/home.do?Step=12&id=4&CNO=1068>

務の借り換えに困難が生じ、債務不履行のリスクが生じた。ハンガリーに対する国際通貨基金(IMF)主導の大規模な金融支援が11月初旬に正式に決まり、ウクライナとラトビアに対する支援も決定するなど、IMFや欧州連合(EU)からの支援資金をセーフティネットとして、中東欧諸国の危機的な状況は年末までにいったん沈静化したと見られた。

ところが、2009年に入ると、中東欧諸国の危機は欧州全体への波及が懸念される深刻なものとして受け止められるようになる。中東欧諸国の多くは西欧諸国への輸出依存度が高く、西欧諸国での金融危機が実体経済の低迷に転化したために、予想を超える速さで輸出の急減による景況の悪化が進行していることが明らかになった。2009年1月に発表された2008年11月期の工業生産高の成長率は予想を大きく下回り、ハンガリーでは対前年同月比10.1%の減少、チェコでは同17.4%の減少となった¹⁰⁾。為替相場もユーロ(EUR)に対して大きく下落した。ハンガリー・フォリント(HUF)は1月20日に1EUR=287.15HUF(終値)と最安値を更新し、さらに1月末には1EUR=299.08HUFにまで下落して、年初からの1カ月間で12.1%も下落した。同期間にポーランド・ズウォティ(PLN)は7.4%、チェコ・コルナ(CZK)は3.7%の下落率であった。

中東欧諸国の経済成長見通しは、先進国と当該諸国の景気悪化を反映して、大きく下方修正された。IMFが発表した2009年の実質GDP成長率見通しでは、2008年10月の時点では中東欧地域11カ国(トルコを含む)が3.4%、CIS地域6カ国が5.7%のプラス成長と予想されていたが、同年11月の改訂時には、それぞれ2.5%、3.2%へと下方修正され、さらに2009年1月の改訂で両地域ともマイナス成長となる-0.4%へと大きく下方修正された¹¹⁾。また、2008年11月に発表された欧州復興開発銀行(EBRD)の2009年経済成長見通しでは、中東欧・CIS地域30カ国(中央アジア諸国とトルコを含む)に対して2.5%の成長率を予想していたが、2009年1月には0.1%へとやはり大きく引き下げられた¹²⁾。

10) チェコにおける2008年11月期の工業生産高の成長率は、統計の作成方法が変更された2000年以降で最悪の数字であった。この数字はエコノミストの事前予想の中央値の2倍であり、2008年10月期の-7.6%を大きく超えていた(Bloomberg, 14 January 2009, <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=anPFDvIx0DxI>)。

11) IMF, *World Economic Outlook*, October 2008; *World Economic Outlook Update*, November 2008, January 2009を参照。2009年4月には、IMFは中東欧7カ国およびCIS6カ国の経済成長見通しを-3.7%、-5.1%と引き下げた。2009年7月には、それぞれ-5.0%、-5.8%とさらに下方修正する一方で、2010年における回復見込みを若干上方修正した(IMF, *World Economic Outlook*, April 2009; *World Economic Outlook Update*, June 2009)。

12) EBRD, <http://www.ebrd.com/new/pressrel/2009/090127.htm>を参照。2009年5月には、EBRDは中東欧・CIS地域の経済成長見通しを-5.2%へとさらに下方修正した(EBRD, <http://www.ebrd.com/new/pressrel/2009/090507gdp.pdf>)。世界銀行も、中東欧・中央アジア地域の実質GDP成長率を2008年11月時点では2.7%と予想していたが、2009年3月には-2.0%へと大きく下方修正した(The World Bank, *Global Economic Prospects 2009*, December 2008; *Global Economic Prospects 2009 Forecast Update*, March 2009)。

金融危機が中東欧諸国全体に伝播するきっかけとなったのは、米大手格付会社Moody'sの特別報告書であった¹³⁾。2009年2月17日に発表された同報告書では、中東欧諸国の景気後退の深刻化により、中東欧地域の銀行とその親会社である西欧銀行の格付けを引き下げる可能性が示され、これにより中東欧諸国の銀行が深刻な危機に直面しているという認識が急速に拡大した¹⁴⁾。マクロ経済に大きな不均衡を抱える中東欧諸国は他の地域と比べて景気後退がより深刻化する見通しが示され、その影響を受けた中東欧諸国の銀行部門の経営状況が資産の質の低下と流動性ポジションの脆弱性により悪化すると予想された。また、西欧銀行（親銀行）が中東欧諸国の銀行（子会社）の大部分を所有していることに注目し、中東欧諸国の銀行部門の経営状況の悪化が西欧の親銀行の経営にマイナスの影響をもたらすことを指摘するとともに、経営の悪化した中東欧諸国の子会社に対する親銀行の支援が継続するかどうかが問題にされた。さらに、中東欧諸国に進出している西欧銀行の所在地はオーストリア、イタリア、フランスなど少数の国々に集中し、かつ西欧銀行の中でも少数の銀行グループに集中しているとして、東欧で活動している主要な銀行グループ名を具体的に記した¹⁵⁾。

この報告書が報道で注目されたことを受けて、中東欧諸国ではポーランド・ズウォティが対ユーロで5年ぶりの安値、チェコ・コルナは3年ぶりの安値となり、ハンガリー・フォリントは記録的な安値をつけるなど変動相場制の各国の通貨が急落した¹⁶⁾。ポーランドとチェコでは株価指数が過去5年間で最低水準に下落し、ハンガリー、クロアチア、ルーマニアでも過去数年来で最低水準に落ち込むなど、中東欧諸国の株式市場は軒並み下落した（図2を参照）。各国の通貨価値の急落は、外貨建債務を持つ中東欧諸国の銀行、企業、家計の信用度を低下させることで、さらに通貨の信認が損なわれるという負の連鎖を引き起こした。景気の急速な悪化局面で通貨が急落したため、金融当局は通貨防衛を目的として金利を引き上げるか、景気回復

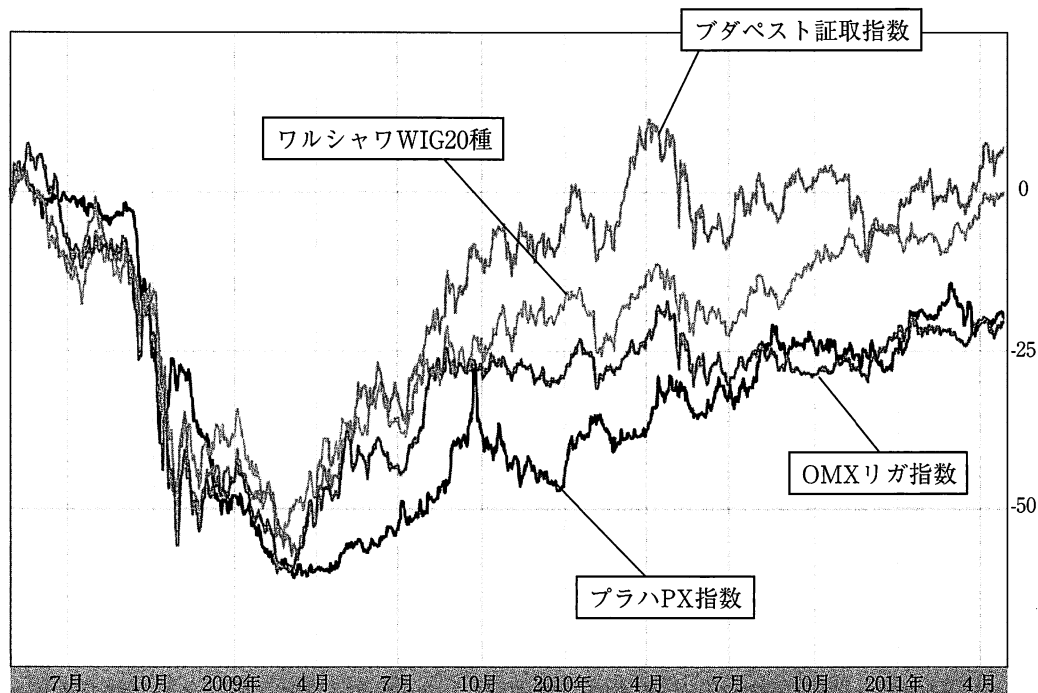
13) Moody's Investors Service, *West European Ownership of East European Banks during Financial and Macroeconomic Stress*, Report No. 112939, February 2009.

14) 同日, Moody'sと並ぶ大手格付会社S&Pも、中東欧諸国の銀行の格付けを見直す可能性があることを明らかにした（ロイター, 2009年2月18日, <http://jp.reuters.com/article/marketsNews/idJPnJS838120520090217>）。

15) 中東欧諸国をめぐるEU内の金融ネットワークの概要については、高屋定美「世界金融危機下でのEU経済」『比較経済研究』第47巻、第2号、2010年、31-33ページを参照。

16) 2009年2～3月における対ユーロでの為替の底値を前年夏のピーク時と比較すると、為替レートの低下率はポーランド・ズウォティで52.2%（2月17日）、ハンガリー・フォリントで38.7%（3月6日）、チェコ・コルナで28.4%（2月17日）であった。同じ底値を2009年初来でどれだけ低下したかを見ると、ポーランド・ズウォティは17.5%、ハンガリー・フォリントは18.7%、チェコ・コルナは9.7%であった（欧州中央銀行発表のデータに基づき筆者が算出した）。また、西欧諸国では中東欧諸国関連の金融株が急落した。オーストリアではライフアイゼン銀行とエアステ銀行の株価が記録的な安値をつけ、フランスではソシエテ・ジェネラル株が10数年ぶりの水準にまで下落した。以上は、Bloomberg, March 5 2009, http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=av_0_TxrNeFvgおよびロイター, 2009年2月18日, <http://jp.reuters.com/article/domesticFunds/idJPnJT838115920090217>による。

図2：中東欧4カ国の株価指数（2008年4月～2011年4月）



注：2008年4月28日の株価を基準とする。

出所：Bloomberg, http://www.bloomberg.co.jp/markets/stocks/wei_region2.html

を目的として金利を引き下げるかの選択に迫られ、金融政策の判断が難しくなった。このような状況に追い打ちをかけるように、業績が悪化している先進国の銀行が東欧での事業を縮小して、本国市場に事業を集中させていると報道された¹⁷⁾。

その後、中東欧諸国では先行きの不安定な状況が続いたものの、2009年2月末に国際金融機関による中東欧諸国に対する包括的な支援策が発表され、3月に入るとEU首脳会議やG20金融サミットなどの場で支援の拡大が発表されたことで、中東欧諸国における危機の深化に対する懸念は抑えられ、4月以降は多くの国々で回復局面に入った。

2009年の中東欧諸国の経済実績は、ポーランドを除いて大幅な景気後退を記録したものの、

17) 以上は、*Financial Times*, 17 February 2009, <http://www.ft.com/cms/s/0/4e59ac9e-fd03-11dd-a103-00077b07658.html>, http://www.ft.com/cms/s/0/06da52fe-fd3c-11dd-a103-000077b07658.html?ftcamp=rss&nlick_check=1；ロイター, 2009年2月18日, <http://jp.reuters.com/article/domesticFunds/idJPnJT838115920090217>；同2009年2月19日, <http://jp.reuters.com/article/worldNews/idJPJAPAN-36573320090219>；同2009年2月20日, <http://jp.reuters.com/article/treasuryNews/idJPnTK838615120090220>による。

2010年には総じて景気は回復に向かった。ただし、中東欧諸国の経済回復のペースは国によって異なる¹⁸⁾。チェコやポーランドなどでは復調の傾向が鮮明になる一方で、ハンガリーなどでは回復が遅れている¹⁹⁾。IMF「世界経済見通し」の最新版によれば、2010年の実質GDP成長率は、スロバキア（4.0%）、ポーランド（3.8%）、エストニア（3.1%）で3%を超え、次いでチェコ（2.3%）が続く。リトアニア（1.3%）、ハンガリー（1.2%）、スロベニア（1.2%）は1%台の成長率で、ブルガリア（0.2%）はわずかにプラス成長となった。ラトビア（-0.3%）は3年連続、ルーマニア（-1.3%）は2年連続のマイナス成長である²⁰⁾。

中東欧諸国の株式市場は2009年2月半ばから3月半ばにかけて底を打った後、図2に示されたように、多くの国々で回復に向かった²¹⁾。通貨市場に目を向けると、固定相場制を採用していた諸国の中で、それを放棄するまでに至ったケースは2010年末時点では出ていない²²⁾。変動相場制の諸国では、2009年7月頃にはポーランド、チェコ、ハンガリーは対ユーロで2008年末の為替相場の水準に戻しているが、ルーマニア・レウは同じ水準近くまで一時的に戻したものの、2010年末の時点でも低迷から抜け出せていない。

2. ラトビアとハンガリー

2009年4月以降、中東欧諸国の景気は回復に向かった。その一方で、一部の諸国では財政状況の不安定性に対する懸念が再燃し、特にラトビア（2009年6月）とハンガリー（2010年6～8月）では財政危機への不安の高まりから資金流出が加速し、影響は周辺諸国にまで及んだ。

ラトビアは2008年12月にIMFやEUなどから総額75億ユーロの救済パッケージを受け入れることを決定したが、IMFからのコンディショナリティ（融資条件）として2009年の財政赤字をGDP比5%以内に抑制することが求められた。しかし、2009年春の政府の経済見通しでは、ラトビア経済は同年に-12%という深刻な不況が予想され、財政赤字もGDP比で12%と当初

18) Havlik, *Current Analyses and Forecasts* 7, pp. 1-5.

19) 三菱東京UFJ銀行「ロシア・中東欧経済の見通し」2010年11月19日, http://www.bk.mufg.jp/report/ecolook2010/outlook_ee20101119.pdf

20) IMF, *World Economic Outlook*, April 2011.

21) ただし、その回復の程度は様々である。中東欧各国の株式市場における2009年2月半ば～3月半ばの底値からの回復状況については、リーマンショック発生直前（2008年9月12日）の株価指数を目安とすると、ポーランドとハンガリーは2009年8月末時点で、その水準にまで回復した。ルーマニアは2009年末、エストニアは2010年2月、チェコは同年4月、リトアニアは同年11月に回復した。その一方で、ラトビア、ブルガリア、スロベニアの株価は復調の気配を見せているものの、2010年末時点でもリーマンショック発生前の水準にまで達しておらず、スロバキアについては2009年3月時点の水準よりも下回っている（以上は、Bloomberg, http://www.bloomberg.co.jp/markets/stocks/wei_region2.htmlに掲載のデータに基づく）。

22) スロバキアは2009年1月、エストニアは2011年1月に、それぞれユーロを導入した。スロベニアは2007年1月に導入済みである。

の想定を大きく上回る見込みとなった²³⁾。ラトビア政府は財政赤字水準の目標の緩和を望んだが、IMFとEUは2009年5月末に予定していた第2回目の救済融資の引き出しを拒否した。ラトビア中央銀行の外貨準備は5月末までに大きく減少し、6月2日に実施した政府短期国債の入札が不調に終わったことを契機として、対ユーロでの固定相場制を維持する通貨ラトが切り下げられるとの懸念が急速に強まった²⁴⁾。ラトビアでは借り入れの9割が外貨建てとなっており²⁵⁾、通貨の切り下げが国内経済に大きな打撃を与えることは明白であった。さらに、仮にラトビアが固定相場制の放棄に追い込まれれば、同じ固定相場制のエストニア、リトアニア、ブルガリアも同様の事態になりかねない可能性が報じられた²⁶⁾。IMFおよびEUとの合意の前提となる、教育・医療・年金・公務員賃金に影響を及ぼす大規模な歳出削減を盛り込んだ2009年補正予算案がラトビア議会を通過するかどうか注目されたが、6月16日夜にラトビア議会が2009年補正予算案を可決したことから、IMFとEUは同国への融資実行の決定を「滞りなく」行うことを表明した²⁷⁾。7月には欧州委員会からの12億ユーロの融資が実施された。また、7月末にIMFとラトビア政府がようやく合意に達し、翌8月にIMFから約2億ユーロ(約260億円)の融資が実施された²⁸⁾。

ハンガリーは、深刻な金融危機の発生を受けて2009年3月に退陣したジュルチャーニ政権の後を受けたバイナイ政権のもとで財政健全化に取り組み、徐々に投資家の信頼を回復しつつあった。2009年秋にギリシャなどで財政問題が浮上した際にも、比較的安全な投資先と受け止められ、他の中東欧諸国とともに国債市場に資金が流入した²⁹⁾。しかし、緊縮財政への国民の不満が募ったことから、2010年4月の総選挙では減税などの大衆迎合的な政策を公約として打ち出した中道右派の野党フィデス・ハンガリー市民連盟が圧勝する政権交代につながり、2010年5月にオルバン新政権が発足した。その直後の6月3日、同国がギリシャのような債務危機を

23) *Financial Times*, 2 April 2009, <http://www.ft.com/cms/s/0/7ef9efd4-1fb9-11de-a1df-00144feabdc0.html#axzz1KdpKr6qI>

24) 小山洋司「中東欧新規EU加盟国の経済危機——バルト3国を中心に」『比較経済研究』第47巻、第2号、2010年、47ページ。

25) 同上、44ページ。

26) *Newsweek*, 26 June 26 2009, <http://www.newsweek.com/2009/06/26/false-alarms-in-the-east.html>

27) *Wall Street Journal*, 18 June 2009, <http://online.wsj.com/article/SB124527493111724685.html>; ブルームバーグ、2009年6月17日、<http://www.bloomberg.co.jp/apps/news?pid=90970900&sid=ax2DXUWaFsMg>

28) 大田英明「欧州移行諸国における金融危機の影響——IMF支援と資本自由化」『比較経済研究』第47巻、第1号、2010年、63-66ページおよび小山「中東欧新規EU加盟国の経済危機」47ページの他に、ロイター、2009年7月3日、<http://jp.reuters.com/article/businessNews/idJPJAPAN-38837620090702>および同2009年11月27日、http://www.bloomberg.co.jp/apps/news?pid=infoseek_jp&sid=a50kxjMLrHqIを参照した。

29) 在ハンガリー日本大使館、<http://www.hu.emb-japan.go.jp/jpn/nikokukan/gaikyo.htm>; ロイター、2010年6月7日、<http://jp.reuters.com/article/domesticEquities4/idJPnTK870767520100607>

避けられる見込みはわずかとした与党幹部発言があり、さらに翌日、その発言について新政権の報道官が「誇張ではない」との考えを示した³⁰⁾。このことからハンガリーが債務危機に陥り、欧州の債務危機が中東欧諸国に拡大するとの懸念が強まったため、ハンガリー・フォリントが大幅に値を下げただけでなく、中東欧諸国の通貨、株式、債券が一斉に売られる事態となり、ユーロは対ドルで4年ぶりの安値を記録した。ハンガリー政府が債務危機への懸念を否定し、前政権がIMFなどと合意した対GDP比3.8%の財政赤字目標を堅持することを表明したことで、「中東欧売り」は沈静化に向かった³¹⁾。6月8日にはオルバン首相が、財政赤字の抑制を目指し、歳出削減に加えて銀行に対する大型の新課税を導入する経済行動計画を発表した。しかし、IMFとEUは、ハンガリーに対する総額200億ユーロに上る救済融資の次回分の引き出しをめぐる協議の場において、2011年に対GDP比3%の財政赤字目標を達成するためには、さらに追加的な歳出削減措置が必要であるとして、上記の経済行動計画に対する支持を表明せず（銀行税の規模の大きさも問題視された）、7月17日にはIMF・EUとハンガリー政府の協議がいったん打ち切られた。そして、7月19日にハンガリーのマトルチ経済相は、同国政府が一段の緊縮的財政措置を取る意向はないと表明した。この協議中止を背景に、7月23日にS&Pが、すでに投資適格の最低水準としていたハンガリー国債の格付けをさらに引き下げる方向で見直すことを表明した。その後、オルバン政権はIMFの緊縮政策から離れた独自の政策を追求しようとしたものの、フォリントが対スイスフランで記録的安値をつけ、またEUからの圧力がかかる中で、結局のところハンガリー政府は9月8日にIMFとEUの提言を受け入れ、2011年の財政赤字を対GDP比3%以下に削減することを表明することとなった。同国政府は2010年7月に銀行税を議会で通過させたのに続き、10月には小売・エネルギー・電気通信部門への3年間の企業税（「危機税」）を導入することを発表した。また11月24日には、民間年金基金を政府の年金基金に移行させるという計画もハンガリー政府は承認した。しかし、このような一時的な措置による財政赤字の削減は持続可能ではないとの見方から、Moody'sは12月6日、Fitchは12月23日に、

30) 2010年6月3日に与党のコーシャ副党首が、ハンガリーの財政状況は予想より大幅に悪化しており、ギリシャと同じシナリオを避けられる見込みはわずかと発言したと伝えられたことに対して、翌6月4日にシーヤート政府報道官はそれを否定せず、ハンガリー国債のデフォルト（債務不履行）に関する観測が「誇張だとはまったく考えていない」とコメントした。さらに、同報道官は「政府はギリシャの通った道を回避する用意がある」と言明した上で、財政赤字は従来考えられたよりも深刻な可能性があり、同国経済の見通しの修正が必要であると警告した。以上は、*New York Times*, 4 June 2010, <http://www.nytimes.com/2010/06/05/world/europe/05hungary.html>; ウォールストリートジャーナル, 2010年6月5日, http://jp.wsj.com/Finance-Markets/node_67951; ブルームバーグ, 2010年6月5日, <http://www.bloomberg.co.jp/apps/news?pid=90920012&sid=aYFvb4CqDggU>; 同2010年7月6日, http://www.bloomberg.co.jp/apps/news?pid=jp09_newsarchive&sid=aocTrbl5.1E; ロイター, 2010年6月5日, <http://jp.reuters.com/article/topNews/idJPJAPAN-15686320100604>による。

31) ロイター, 2010年6月7日, <http://jp.reuters.com/article/domesticEquities4/idJPnTK87077720100607>

それぞれハンガリー国債の格付けを1段階引き下げ、投資適格の最低水準とした³²⁾。

3. ロシア

ロシアを中心とする旧ソ連圏の欧州新興国（バルト諸国を除く）は、2000年代に中東欧諸国以上の好調な経済実績を見せていたが、リーマンショックの影響を最も被った地域となった。図3が示すように、世界金融・経済危機の中でもプラス成長を維持したアジアの新興国とは対照的な結果である。旧ソ連圏の欧州新興国の中で最大の経済規模を誇るロシアはGDP実績（名目値）でスペインを追い抜き、イタリアやフランスを射程に収めていたが、2008年秋以降に急失速し、2009年のGDP成長率はG8の中で最低の-7.8%を記録した。代表的な株価指数の下落率は7割前後に達し、2009年になっても他の主要国の株式市場と比べて回復のペースは遅かった³³⁾。2011年4月末の時点でも、株価指数は危機前の水準に戻っていない（図4を参照）。

2009年のGDP減少の最大の要因は在庫品増加の急減である。この点は世界の主要国と同じだが³⁴⁾、中東欧諸国と同様に2000年代半ばから民間対外債務が急速に増大したことに加え、原油価格に極端に依存した経済構造が国内経済の流動性危機を増幅した。油価は本来GDPと無関係だが、交差利得の増減を通じて家計消費の増減に繋がり³⁵⁾、結果的にロシア産原油価格は同国のGDPと明瞭に相関しているだけでなく、株価指数とも連動することで企業活動を支える金融市場と結びついている（図5および図6を参照）。主要格付機関の評価が中東欧地域の

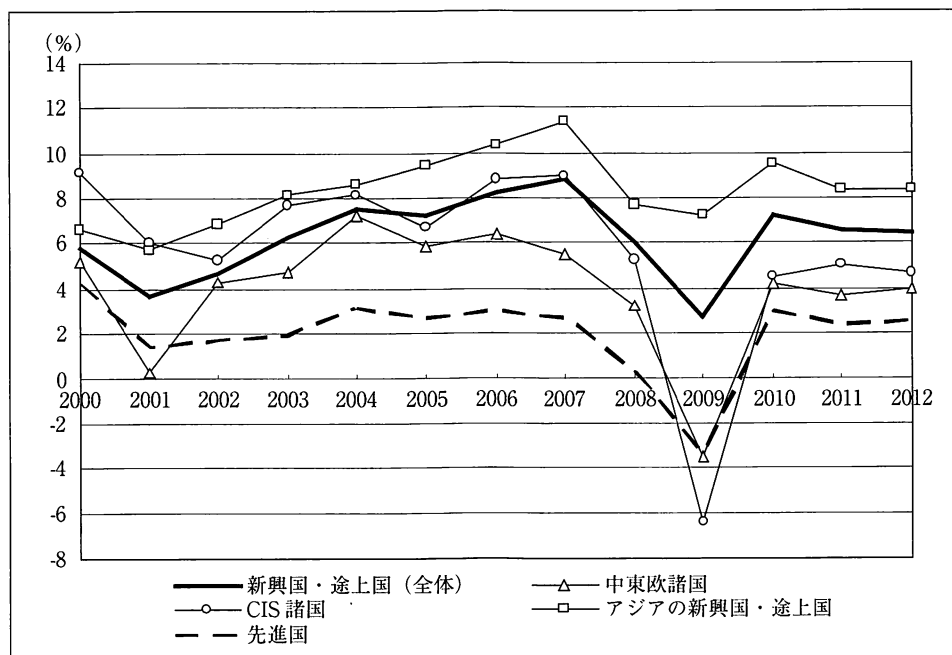
32) 以上は、*Financial Times*, 9 September 2009, <http://www.ft.com/cms/s/0/09a65fe8-bb6b-11df-a136-00144feab49a.html#axzz1MWwNmB58>; 10 November 2009, <http://www.ft.com/cms/s/0/9b744750-ec9-11df-9912-00144feab49a.html#axzz1leuTVT5n>; ウォールストリートジャーナル, 2010年6月9日, http://jp.wsj.com/World/Europe/node_68899; ブルームバーグ, 2010年7月19日, http://www.bloomberg.co.jp/apps/news?pid=jp09_newsarchive&sid=avZB1dv1_iIU; 同2010年7月20日, <http://www.bloomberg.co.jp/apps/news?pid=90920012&sid=auOGwmO0BN8s>; 同2010年7月23日, http://www.bloomberg.co.jp/apps/news?pid=jp09_newsarchive&sid=aTN_L2YPZuBE; 同2010年9月9日, http://www.bloomberg.co.jp/apps/news?pid=jp09_newsarchive&sid=aMM0GY0dHNx8; 同2010年12月6日, http://www.bloomberg.co.jp/apps/news?pid=jp09_newsarchive&sid=aNjgVEYLNgvU; 同2010年12月23日, http://www.bloomberg.co.jp/apps/news?pid=jp09_newsarchive&sid=a67CWodqmikc; ロイター, 2010年7月19日, <http://jp.reuters.com/article/domesticEquities4/idJPnTK874092320100719>による。

33) 白鳥正明「世界恐慌とロシアの金融危機対策（2008～10年）」『ロシア・ユーラシア経済』2010年6月号, 5ページおよびARUJI GATE証券「2009年のロシア株式市場」<http://www.arujigate.co.jp/pdf/market/analyst-report/20100120.pdf>, 8-9ページ。

34) Korhonen, L. and Mehrotra, A. *Global Bust*, mimeo, 20 September 2010, pp. 1 - 17.

35) 2004年から2008年まで、ロシアのGDP成長に対する家計消費の寄与度は5～6%に上った(田畑伸一郎「岐路に立つロシア経済——マクロ経済と財政の視点から」『ロシアNIS調査月報』2009年5月号, 4ページ)。同時期のロシア経済の成長要因に関する分析は、久保庭真彰「ロシア経済の成長と多様化」『経済研究』第60巻, 第1号, 2009年, 1-15ページなどを参照。原油価格の騰落がロシア経済に与える影響と、その波及経路の分析は、久保庭真彰「『ロシア病 (Russian Disease)』の病理と診断」『経済研究』第61巻, 第3号, 2010年, 261-285ページが詳しい。

図3：GDP成長率の推移（2000～2012年）



注：2010年は推計値を含み、2011年と2012年は予測値である。中東欧諸国はトルコを含む14カ国、CIS諸国はグルジアとモンゴルを含む13カ国から成る。

出所：IMF, World Economic Outlook Database, April 2011, <http://www.imf.org/external/data.htm>

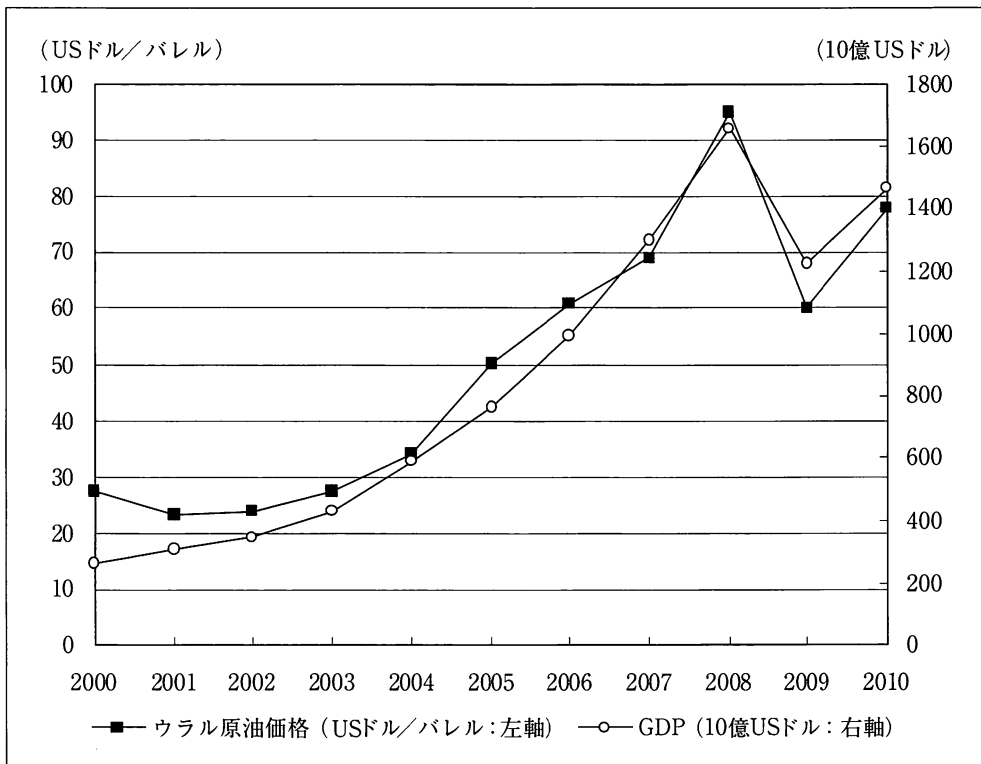
図4：ロシア証券市場RTSの動向（2000年1月～2011年4月）



出所：PTC, Индекс PTC (RTSI), <http://www.rts.ru/ru/index/rtsi/>

経済動静を左右するとすれば、ロシアの場合は、事実上油価が同国の経済展望を決する最大の要因となっている³⁶⁾。また、1998年8月に発生したロシアの短期国債市場を震源とする金融危機の記憶も外為市場に大きく影響し、企業・家計の外貨選好の強まりやロシア中央銀行による為替介入は国内通貨ルーブルの不足をいっそう際立たせ³⁷⁾、1990年代の不況期に広く見られた現物決済やバーター取引といった現象が一時的に復活した。強烈な信用収縮は实体经济を直撃し、危機前の経済成長を支えていた家計消費の代理指標である乗用車の販売実績は2009年に半

図5：ロシアのGDPと原油価格（2000～2010年）

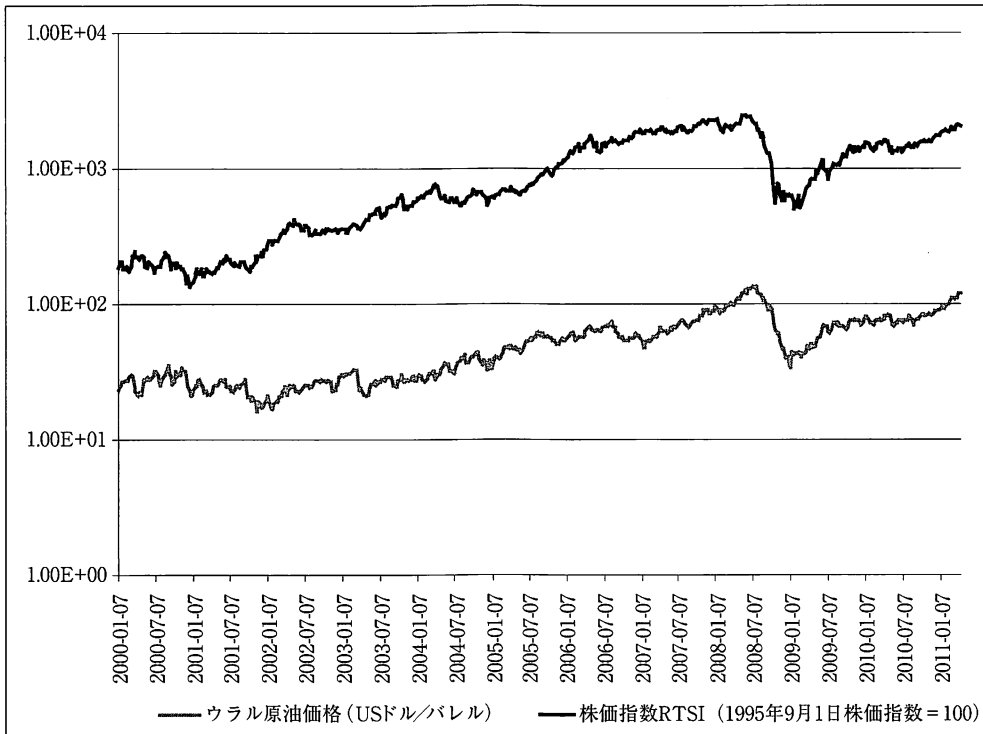


出所：IMF, World Economic Outlook Database, April 2011, <http://www.imf.org/external/data.htm>; U.S. Energy Information Administration, Petroleum and other liquids, <http://www.eia.doe.gov/petroleum/data.cfm>

36) ロシア国債の格付けは、Moody's, S&P, Fitchの3社ともリーマンショック後に一段階引き下げただけで、その後は2010年末に至るまで変更されていない (*Банк России Обзор Финансовой Стабильности. 2010 Год. 2011, C. 33. Таб. 1*, http://www.cbr.ru/today/publications_reports/fin-stab-2010r.pdf)。

37) ルーブル暴落の阻止を意図した中銀の為替介入が為替取引への時間的余裕を与えたことで、かえって外貨需要を強めることになり、巨額の外貨準備を無為にしたと批判された (例えば、*The Economist*, 5 November 2009, <http://www.economist.com/node/13062212/print>を参照)。EBRDの評価では、ロシアの為替体制は管理フロート制である (*EBRD Transition Report 2009 Transition in Crisis?* (London: EBRD, 2009), p. 214)。

図6：ロシアの株価指数と原油価格（2000年1月～2011年4月）



注：縦軸は対数表示で、2変数の相関係数は0.90である。

出所：U.S. Energy Information Administration, Petroleum and other liquids, <http://www.eia.doe.gov/petroleum/data.cfm>; PTC, Индекс PTC (RTSI), <http://www.rts.ru/ru/index/rtsi/>

減し、ロシア自動車最大手アフトワズ社の経営破綻の可能性が盛んに報じられたのも同時期の経済状況を象徴する出来事であった。

世界経済の復調とともにロシア経済は2009年第2四半期に底入れし、政府の経済対策の効果もあって、中東欧諸国と同様に回復局面に入った。そして、2010年のロシア経済は、世界金融・経済危機による痛手から順調に回復するかどうか焦点であった。主要な経済指標を掲げておくと（表1を参照）、対前年比でGDP4.0%増、鉱工業生産8.2%増（うち製造業11.8%増）、固定資本投資3.7%増、小売売上4.4%増、実質賃金4.6%増などで、失業率も7%台に下がり、国家予算の赤字幅は対GDP比3.6%と大幅に圧縮された。前年に引き続いてインフレ率は一桁台に落ち着き、公定歩合の小幅な引き下げが行われ、過去最低水準の更新を続けた（2011年2月末に0.25%引き上げられ、現在は8%である）³⁸⁾。対外経済関係に目を転じると、貿易額は2007年実

38) Банк России, Ставка рефинансирования Центрального банка Российской Федерации, http://www.cbr.ru/print.asp?file=/statistics/credit_statistics/refinancing_rates.htm

表1：ロシアのマクロ経済指標 (2008～2010年)

	2008	2009	2010
GDP (対前年比：%)	5.2	-7.8	4.0
鉱工業生産 (%)	0.6	-9.3	8.2
鉱業 (%)	0.4	-0.6	3.6
製造業 (%)	0.5	-15.2	11.8
農業生産 (%)	10.8	1.4	-11.9
固定資本投資 (%)	9.9	-16.2	3.7
小売売上 (%)	13.5	-4.9	4.4
実質賃金 (%)	11.5	-3.5	4.6
失業率 (月平均：%)	7.0	8.2	7.5
消費者物価上昇率 (対前年年末比：%)	13.3	8.8	8.8
中銀リファイナンス金利 (年末：%)	13	8.75	7.75
財政収支 (一般政府予算、対GDP比：%)	4.9	-6.3	-3.6
貿易収支 (10億ドル)	179.7	111.6	149.2
輸出 (%)	471.6	303.4	398.0
輸入 (%)	291.9	191.8	248.8
民間純資本流入 (%)	-133.7	-56.1	-35.3

注：2010年は暫定値を含む。

出所：Банк России, <http://www.cbr.ru/>; Росстат, <http://www.gks.ru/>; *Росстат Российский Статистический Ежегодник*. 2010.

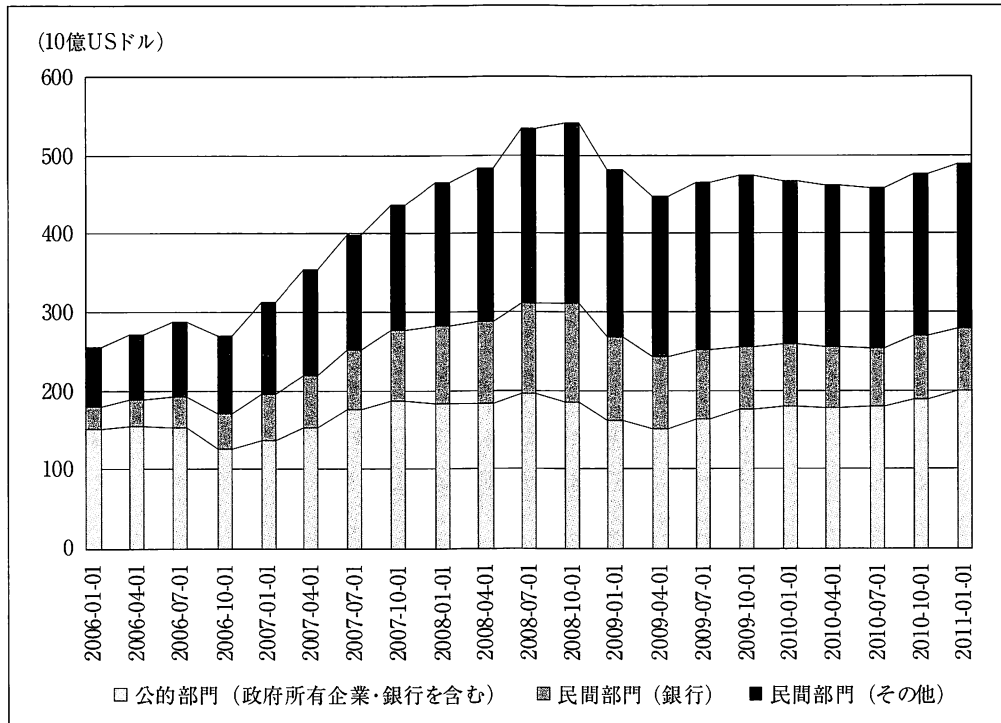
績を超えるまで回復し、2008年に過去最多を記録した資本流出は着実に減少している。主要なマクロ経済指標を見るかぎり、ロシア経済は危機を脱出したと言えるだろう。唯一大幅に悪化した指標は農業生産である。一部の地域では大火を引き起こし、非常事態宣言が発令された熱波の影響で穀物の収穫高は前年比4割減となり、国内における穀類の品不足と価格上昇を招いている³⁹⁾。

その一方で、ロシア経済の長期的な展望については、楽観的な論調はほとんど見られない。年平均7%を超えた危機前の成長路線への復帰は困難と考えられ、ロシア経済の生命線と言える原油の生産量が、早ければ2010年代半ばには頭打ちになると見る向きもある。国内金融大手ウラルシブ社のエコノミストの言によれば、ロシア経済はスタグネーションかモダニゼーションかの岐路に立っており⁴⁰⁾、メドベージェフ現政権の経済改革のキーワードであるモダニゼーションの実現に向けた課題は山積している。例えば、低成長、高齢化、ピーク・オイルの条件が揃えば、国家財政の悪化は避けられない。その影響を緩和するためには、経済成長の基盤を国外に求めざるを得ず、外資誘致を含む国外での資金調達がいっそう切実な問題になる。実際、

39) 2010年8月以降、ロシアは小麦の輸出禁止措置を続けており (2011年7月に解除予定)、世界的な価格高騰の一因となった。

40) <Независимая Газета> 16 февраля 2011

図7：ロシアの対外債務残高（2006年1月～2011年1月）



注：国際収支表に基づき、ロシア中央銀行が算出したデータである。
 出所：Банк России, Внешний долг Российской Федерации (аналитическое представление),
http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/debt_an.htm&pid=svs&sid=ITM_55415

今回の危機伝播の直接的要因と指摘された対外債務問題は、危機直後の返済要求で若干減少したが⁴¹⁾、図7が示すように、その後は高止まりしている。

II. 金融・経済危機への対応と課題

1. 中東欧諸国

2009年に中東欧諸国で広がった金融不安に対して、その対応への意見がEU 内部では分かれた一方で、国際金融機関は積極的な救済措置を講じた。

41) ロシア企業による外貨建てのレボ取引（保有債権の「買戻し条件付き売却取引」で短期の資金調達手段になる）に対して、株価下落によるマージンコール（価格変動による債権の担保力不足に対する担保金の積み増し要求）がかかったため、2008年第4 四半期に過去最大級の資本流出に直面した。NHK取材班『NHKスペシャル 揺れる大国プーチンのロシア』NHK出版、2009年、第1章は、マージンコールで苦境に陥ったロシア企業の姿を克明に描いている。

中東欧地域全体での金融不安が広がりつつあった中で、EBRDのミロー総裁は2009年1月25日付けの*Financial Times*に寄稿し、深刻化している中東欧経済の問題は西欧経済とも深く結びついており、その解決には国際金融機関がEUおよび各国政府と協調して行動し、中東欧諸国への包括的なアプローチを実施する必要があることを訴えた。中東欧諸国で進行中の金融危機からの脱出と回復には銀行部門が非常に重要であり、実際の手順として親銀行を含む銀行部門への規制強化と金融支援の双方において緊密に協力しなければならないと述べている⁴²⁾。

EU諸国の中では、中東欧諸国との経済的関係が特に深いオーストリア政府がいち早く中東欧諸国の救済構想を表明した。2009年1月28日には、前年末に就任したばかりのファイマン首相がドイツを公式訪問し、ドイツのメルケル首相にEUによる中東欧諸国の救済計画構想を説明した。それに対して、メルケル首相は支持の意思表示はしたものの、拘束力のある声明は出さなかった⁴³⁾。そして2月上旬のEU財務相会合において、オーストリアのプレル財務相がEUによる1500億ユーロに上る中東欧諸国の救済計画を提案したものの、ドイツのシュタインブリュック財務相は拒否したと報道された⁴⁴⁾。

前述のMoody'sの特別報告書が発表された直後の2009年2月18日には、欧州委員会のアルムニア経済通貨政策担当委員が東欧の銀行部門に対する懸念を表明し、EUによる支援の用意があると述べた。ただし、支援の具体的内容については明確に言及しなかった。さらに翌19日には、メルケル独首相が、(EUから直接にではなく)主にIMFを通じて、金融危機によって打撃を受けた中東欧諸国を個別に支援する用意があるとの立場を記者会見で示した。同じ記者会見でバローゾ欧州委員長は、欧州委員会はあらゆるシナリオを検討しており、150億ユーロの支援資金があると述べた。世界銀行のゼーリック総裁も同日に*Financial Times*のインタビューに答えて、中東欧諸国で社会主義体制が崩壊して2009年で20年になることに触れながら、「欧州の再分裂を許すことになれば悲劇だ」と語り、EUの主導で中東欧諸国の経済支援に国際社会は取り組むべきであると訴えた⁴⁵⁾。

EU内部で中東欧諸国全体への包括的な支援策についての合意が得られない中で、中東欧諸国

42) *Financial Times*, 25 January 2009, <http://www.ft.com/cms/s/0/a632d10a-eae0-11dd-bb6e-0000779fd2ac.html#ixzz1BXLAArqW>

43) Federal Chancellery of Austria, http://www.bka.gv.at/site/infodate_02.02.2009/6632/default.aspx#id33671

44) *The Daily Telegraph*, 15 February 2009, http://www.telegraph.co.uk/finance/comment/ambroseevans_pritchard/4623525/Failure-to-save-East-Europe-will-lead-to-worldwide-meltdown.html. 現行のEUの法的枠組みでは、EUとその加盟国による他の加盟国に対する経済支援を原則として禁じる “No-Bailout Rule” (金融支援の禁止条項) があり、実際に経済支援を行う場合の法的な裏づけが問題とされた。

45) 以上は、*The Financial Times*, 15 February 2009, <http://www.ft.com/cms/s/0/942a7748-fe08-11dd-932e-000077b07658.html>; ロイター, 2009年2月19日, <http://savvisg3nj.jp.reuters.com/article/idJPJAPAN-36558320090218>, <http://jp.reuters.com/article/worldNews/idJPJAPAN-36573320090219>; 同2009年2月20日, <http://jp.reuters.com/article/forexNews/idJPnJT838559720090220>による。

は通貨危機に対して一致した行動を取ることを表明した。2009年2月23日にチェコ、ポーランド、ハンガリー、ルーマニアの中央銀行は、過度な通貨安に対する懸念を表明し、各国の通貨防衛のために協調行動を起こす用意があるという共同声明を発表し、為替介入の可能性を示唆した⁴⁶⁾。

中東欧諸国の金融危機に対する包括的な支援策を国際金融機関が発表したのは、2009年2月27日であった。世界銀行、EBRD、欧州投資銀行（EIB）は、中東欧諸国の金融危機の影響を受けた銀行や中小企業などに対して、2009～2010年に最大で245億ユーロの支援を行う共同行動計画を発表した⁴⁷⁾。このように国際金融機関が共同で金融支援策を発表するのは異例のことである。現在、この共同行動計画の一環として、中東欧諸国における多国籍銀行グループのネットワークを通じて、中小企業の支援などを目的とした中長期金融投資が行われている。例えば、ウニクレディトの中東欧8カ国12社の子会社を通じて、中小企業の支援などを目的とした4億3千万ユーロの中長期金融投資をEBRDは行っている。

2009年3月1日にはEUの緊急首脳会議が開催され、中東欧地域全体への支援策についての協議が行われた。ハンガリーのジュルチャーニ首相は同地域全体に対する1800億ユーロの救済計画を提案したが、メルケル独首相などの反対で否決された⁴⁸⁾。その一方で、この緊急首脳会議では、通貨急落などに見舞われた非ユーロ圏の加盟国を救済する緊急融資の特別融資枠⁴⁹⁾の上限を、それまでの250億ユーロから500億ユーロに倍増することを決定した。また、4月に予定していたG20金融サミットの準備のために開催された3月20日のEU首脳会議では、IMFに対して750億ユーロの融資を行い、金融危機に直面した中東欧諸国への支援を強化することで合意した。

2009年3月13～14日にはG20財務相・中央銀行総裁会議がロンドンで開催され、IMFの融資財源を現行の2500億ドルから5000億ドルに引き上げることへの支持が示された。3月24日には、新興国が金融危機を回避するための予防的な融資枠「フレキシブル・クレジット・ライン」の創設をIMFが発表した⁵⁰⁾。そして、4月2日のG20金融サミットでは、IMFの融資財源を7500

46) 在ポーランド日本国大使館「ポーランド月報2009年2月」http://www.plemb-japan.go.jp/seiji/documents/geppo/2009_2.pdf

47) EBRD, Press Release, 27 February 2009, <http://www.ebrd.com/new/pressrel/2009/090227.htm>

48) ドイツがEU予算への最大の資金拠出国であり、中東欧諸国の救済に追加的な財源が必要となった場合には最も大きな負担を迫られることが予想され、かつ2009年9月に総選挙を控えていたため同国は反対したと伝えられた。また、チェコとポーランドは、自国経済のファンダメンタルズは健全で、経済基盤が脆弱なハンガリーと投資家から同一視されることを恐れて反対に回ったと見られる。

49) この特別融資枠は、2008年12月に120億ユーロから250億ユーロに増額されていたが、その中からすでにハンガリーに65億ユーロ、ラトビアに31億ユーロが支出され、さらにルーマニアも支援を要請すると見られていた（EU, Press Release, 8 April 2009, <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/559>）。

50) 「政策運営とファンダメンタルズが健全な国」を対象に、予め融資枠を確保して問題が発生した際に無条件で融資供与する制度。2009年5月には、メキシコに続いてポーランドが本制度の適用を受けることが正式に決定した（伊藤さゆり「BIS統計から捉えた欧州の金融危機」『Weeklyエコノミスト・レター』ニッセイ基礎研究所、2009年5月、http://www.nli-research.co.jp/report/econo_letter/2009/we090515eu.pdf）。

億ドルへとさらに増額し、中東欧諸国をはじめとする新興国や途上国への支援を拡大することが決定された⁵¹⁾。

中東欧およびCIS諸国に対するIMF主導の個別支援については(表2を参照)、2008年9月にグルジア、11月にウクライナとハンガリー、12月にラトビア、2009年1月にベラルーシとセルビア、3月にアルメニア、5月にルーマニア、7月にボスニア・ヘルツェゴビナへの金融支援が正式に決定している⁵²⁾。2010年1月にはモルドバ、10月にはコソボが救済計画の実施でIMFと合意した。ハンガリーへの支援では、IMFに加えて、EUと世界銀行による総額200億ユーロの救済計画が実施された⁵³⁾。ラトビアへの支援では、IMF、EU、北欧諸国、世界銀行、EBRD、二国間融資(チェコ、エストニア、ポーランド)により、総額75億ユーロの救済計画が進められている。

2009年1月から欧州の主要な多国籍銀行グループ、IMF、EBRD、EIB、世界銀行、欧州委員会、多国籍銀行グループの本国・受入国の関係機関を参加者とする中東欧地域の危機管理のための会合が開催されており、一般に「ウィーン・イニシアティブ」(欧州銀行協調イニシアティブ)と呼ばれている⁵⁴⁾。ウィーン・イニシアティブの目的は、中東欧諸国において一部の多国籍銀行がリスク回避のために早期に融資回収を図ることが、銀行全体による一斉の融資回収に至るような融資回収競争に発展し、流動性危機を招くことに懸念が持たれていた中で、主要な利害関係者間の対話を促進することによって、そのような非協調的な結果を回避することであった。2009年3月にルーマニアとセルビア、5月にハンガリー、6月にボスニア・ヘルツェゴビナ、9月にラトビアを対象として、金融市場で問題が生じた国ごとの特別会合が開催され、多国籍銀行グループは当該国における融資残高全体と子会社への関与を維持することを公式に表明し、これらの国々から撤退しないことが確認された⁵⁵⁾。上記のような全体会合と国別

51) Raiffeisen Research, *CEE Banking Sector Report 2009*, September 2010, <http://www.rb.cz/attachements/pdf/analyzy/banking.pdf>の見解では、このG20サミットによって、中東欧諸国の債務危機が近い将来には起こらないという市場の信認を得られたという。

52) IMF, *IMF Financial Activities: Update*, 3 July 2009, <http://www.imf.org/external/np/tre/activity/2009/070309.htm>

53) AFP, 2008年10月29日, <http://www.afpbb.com/article/economy/2533376/3478458>

54) 2009年1月時点では、ウィーン・イニシアティブは非公式会合の扱いであった(IMF, *Regional Economic Outlook: Europe*, October 2010, p. 52)。

55) ウィーン・イニシアティブでは、参加者間での責任と負担の共有について、次のような合意が確立されている。受入国政府は外国銀行を含む全銀行に預金保険と流動性支援を与えることを保証し、支援的なマクロ経済政策を行う。EUを拠点とする親銀行は、中東欧諸国における子会社への資本再構成と再融資を誓約する。IMFが支援するプログラムを行う国では、そのプログラムが順調に進む間は融資残高を維持する誓約を主要銀行から公文書で取得する。本国政府は、受入国の子会社に対する資金拠出の制限を設けずに、銀行グループの事業全体に対する国家の支援対策へのアクセスを認める。国際金融機関は、各機関の権限の範囲内で融資パッケージを公表する(EBRD, *Transition Report 2009*, p. 18; OECD, *Economic Survey: Austria 2009* (Paris: CCET, 2009), p. 30; 田中宏「グローバル化とEU新加盟国の金融経済危機」日本国際経済学会関東支部研究会, 2010年7月)。

表 2：中東欧諸国の救済プログラム（2008年9月～2009年12月）

A. スタンド・バイ取極（SBA）

合意日	金融支援の資金供与元（単位：億USD）					救済プログラムの目的				
	IMF	EU	世界銀行	その他	総計	マクロ経 済安定化	危機への 対応	通貨の信 認	金融部門 安定化	財政の 持続可能 性
グルジア	11.7	1.8	3.3	6.1	22.9			●		
ウクライナ	172.5	10.0	17.5	12.5	212.5	●			●	
ハンガリー	165.3	84.0	13.0	0.0	262.3			●	●	●
ラトビア	23.9	43.8	5.7	32.5	105.8	●		●	●	
ベラルーシ	35.6	0.0	2.0	10.0	47.6	●		●		
セルビア	41.1	4.1	3.5	0.0	48.7	●	●		●	●
ルーマニア	179.5	65.5	13.1	13.1	271.2	●		●	●	●
ボスニア・ヘル ツェゴビナ	15.9	1.4	2.6	0.7	20.6			●	●	●

B. フレキシブル・クレジット・ライン（FCL）

合意日	金融支援の資金供与元（単位：億USD）	
	IMF	総計
ポーランド	214.7	214.7

注：2010年1月にモルドバ、同年10月にコソボが救済プログラムの実施でIMFと合意済み。2010年7月にウクライナがそれまでの救済プログラムを破棄し、新たに策定された内容で合意に達した。

出所：IMF, *Review of Recent Crisis Programs*, 2009, pp. 13, 45.

の特別会合の他に、EBRD、EIB、世界銀行グループが2009年2月に公表した共同行動計画も、このウィーン・イニシアティブの中に位置づけられている。中東欧諸国に対するIMFの支援プログラムの文脈に照らしてウィーン・イニシアティブは真に実効的なツールであり、民間部門関与(PSI)に必要な枠組みを与えたとIMFは高く評価している⁵⁶⁾。専門家の間でも、ウィーン・イニシアティブは危機への抵抗力の源泉のひとつになったと讃評されている⁵⁷⁾。

以上のように、中東欧地域全体に広がった金融危機への対応を見ると、IMF、EBRD、世界銀行などの国際金融機関は比較的早くから中東欧諸国の危機を訴え、積極的に中東欧諸国「全体」への支援に取り組む姿勢を見せた。他方で、EUには大規模かつ緊急性を要するような危機に対応できる仕組みがなく、経済危機が進行する中で合意形成に時間を費やした。EUの内部では意見が対立し、オーストリアやハンガリーが提案した中東欧諸国全体への支援構想はドイツなどの反対に遭い、EU本体による対応は危機に陥った各国への「個別」支援とIMFなどの国際金融機関を通じての支援強化にとどまることになった。また、ウィーン・イニシアティブは国際金融機関が主導する救済計画に欧州の多国籍銀行グループを関与させ、当事者間の協調を促進することで、中東欧諸国から外国銀行が退出し、流動性危機が発生することを防いだ。このウィーン・イニシアティブにより、中東欧諸国に進出している親銀行である外国銀行の当面の安定性が保証され、その親銀行の安定性とウィーン・イニシアティブの規定の下で外国銀行の貸出の安定性が保たれ、中東欧諸国の信用収縮の危機が回避されたと考えることができる。

その一方で、ユーロ圏諸国の債務危機が中東欧諸国の今後の行方に影を落としている。2009年秋に顕在化したギリシャの財政危機は、国債のデフォルト発生への懸念を生み、ユーロ圏全体の深刻な財政問題へと発展した。債務危機の懸念は2011年に入ってもポルトガルやスペインで続いており、ポーランドとハンガリーの国債市場に波及している⁵⁸⁾。2010年5月10日にIMFとEUはギリシャに対する総額1100億ユーロの金融支援を決定した⁵⁹⁾。しかし、2011年5月現在、救済を受けたギリシャが債務再編(国債のデフォルトや返済の繰り延べ)の危機に陥る可能性を指摘する声が多く上がり、それを受けてS&Pは同国国債の格付けを3月末に2段階引き下げたのに続き、5月9日にさらに2段階引き下げた⁶⁰⁾。ハンガリーをはじめとして、ギリシャ以

56) IMF, *Regional Economic Outlook*, p. 52.

57) Y.バークロフ、E.コルニエンコ、A.ブレハーノフ、J.ゼッテルマイヤー「欧州新興国における今回の危機の理解に向けて」『フィナンシャル・レビュー』平成21年第5号、2009年、86-106ページ。

58) Bloomberg, 11 January 2011, <http://www.bloomberg.com/news/2011-01-10/czech-stocks-fall-for-second-day-koruna-weakens-on-europe-debt.html>

59) IMF, プレスリリースNo. 10/187, 2010年5月9日, <http://www.imf.org/external/japanese/np/sec/pr/2010/pr10187j.pdf>

60) ウォールストリートジャーナル, 2011年4月18日, http://jp.wsj.com/World/Europe/node_224036; ロイター, 2011年5月10日, <http://jp.reuters.com/article/topNews/idJPJAPAN-20992420110509>

外の国々の財政不安も払拭されておらず、欧州の債務危機が中東欧諸国の財政不安を再燃する恐れは十分にある。欧州の多国籍銀行グループには保有する国債のリスクが今後さらに重くのしかかり、こうした外国銀行に依存している欧州新興国にリスクが伝染する可能性も否定できない。

2. ロシア

2000年代の好況期に巨額の経常収支黒字を積み増し、原油価格高騰の恩恵を政府特別会計の安定化基金（2008年から準備基金と国民福祉基金に分割）に蓄えていたロシアは、自己資金でリーマンショックが惹起した金融・経済危機に対処した。その内容は、危機直後に発生した過去最大級の資本流出に対応した緊急措置（2008年秋）、資金繰りに窮した国内企業に対する救済融資と社会的弱者の保護を中心とした危機対策（2009年）、金融再編をはじめとする経済全体の構造改革を重視した発展戦略（2010年以降）の3期に大別される⁶¹⁾。危機対策として支出された政府資金の一部は危機前に決定された費目や通常の歳費を含むため、その効果の評価は慎重に行うべきだが⁶²⁾、当事者のロシア政府や中央銀行だけでなく、国際金融機関も一定の評価を与えている。

ロシア中銀の報告書に基づき、2010年初までの危機対策の概要をまとめた表3によると、金融・実体部門への直接的な支援策だけで総額2000億ドルを超え⁶³⁾、2009年GDP比で17.5%に達する。さらに、他の主要国と同様に、ロシア政府も乗用車の買い換え支援策（スクラップ・インセンティブ制度）を導入し、予想以上の成果を収めたことで苦境に陥っていた前述のアフトワズ社は息を吹き返した。ロシア政府は2020年までに300万台超の国内生産体制の構築を目指しており⁶⁴⁾、日産・ルノー連合とアフトワズ社による小型車の共同生産計画（2012～2013年開始予定）や国内自動車大手ソラズ社と三井物産の合弁会社によるトヨタ車の生産計画（2012年春開始予定）など⁶⁵⁾、ロシア国内メーカーの経営再建に日系企業も深く関与している。ロシア政府が最重視した国内企業の大規模な経営破綻の回避は達成され、欧米諸国が当初に懸念した危機対策を通じた国家の企業支配強化についても、どの点を見るかで解釈は分かれようが、実質的な国家管理にまで至った事例は一部の例外にとどまる⁶⁶⁾。企業統治の面で問題のあった

61) 各期の詳細は、白鳥「世界恐慌とロシア」2-19ページを参照。

62) V.シュヴィトコ「ロシア政府の経済危機対策とその効果」『ロシアNIS調査月報』2009年12月号、1-11ページ。

63) ロシア中銀発表の2009年平均為替レート1 USD=30.24RUBで換算した。

64) <Независимая Газета> 26 ноября 2010

65) 詳細は、『日本経済新聞』2010年7月16日；『朝日新聞』2010年11月3日；『日本経済新聞』2011年2月10日；同2011年2月11日；『日経産業新聞』2011年3月2日などを参照。

66) Палтэ Я. Крупняк под Защитой // Эксперт. 15 июня 2009, http://expert.ru/expert/2009/23/krupnyak_pod_zaschitoi/

表3：ロシア政府・中銀による危機対策 (2010年初まで)

項目	金額 (10億ルーブル)	内容
ロシア政府 連邦予算	国庫金預託	604.6 期間：7日以上92日未満，利率：年率7.3～15.0%
	増資	555.0 支出先：対外経済銀行，預金保険公社，外国貿易銀行
	融資保証	300.0 非金融部門への融資に対する国家保証
	国債発行	280.0 市中銀行および対外経済銀行の増資（優先株との交換を含む）
国民福祉 基金	増資	215.0 市中銀行および対外経済銀行の増資
	国庫金預託	450.0 期間：10年間，利率：年率7.0%
		175.0 期間：5年間，利率：年率7.0%，目的：証券市場の安定化
小計	2兆5796億ルーブル	
中央銀行	預金	212.6 預先：対外経済銀行，目的：市中銀行の救済
		500億ドル 預先：対外経済銀行，期間：1年間（延長あり），目的：対外債務返済
	劣後融資	500.0 支出先：貯蓄銀行，期間：10年間，利率：年率8.0%
	無担保貸付	1091.5 期間：5週間以上1年未満，利率：年率9.9～18.7%，入札方式
	貸付	175.1 支出先：預金保険公社，期間：5年未満
	預金準備率緩和	380.0 市中銀行に対する流動性供給
小計	2兆3592億ルーブル + 500億ドル	

注：ロシア中銀発表のデータを簡略化して整理した。表中の対外経済銀行，外国貿易銀行，貯蓄銀行は政府系銀行で，危機対策に支出された政府資金の仲介機能を果たした。

出所：Банк России Обзор Финансовой Стабильности. 2009 Год. 2010, С. 27, http://www.cbr.ru/today/publications_reports/fin-stab-2009r.pdf

金融機関の整理も大きな混乱を招くことなく進んでいる。総じて，ロシア政府と中央銀行の危機対応は他の主要国と比べて何ら遜色なく，世界の金融市場を大混乱に陥れた1998年8月の金融危機の時代とは隔世の感がある。

以上のように，自力で金融・経済危機を乗り越えたロシアだが，その一方で危機が突きつけた大きな課題も残る。当面の最大の問題は財政悪化への対処で，ロシア財務省の中期見通しでは2013年までGDP比3%前後の財政赤字を見越している⁶⁷⁾。原油・天然ガス・ガスコンデンサートの採掘税と原油・天然ガス・石油製品の輸出関税から得られる税収を積み立て，危機対策の財政支出や財政赤字の補填に用いられた準備基金と国民福祉基金は今後数年で払底すると見られており⁶⁸⁾，裁量的な財政運営の余地は狭まると予想される。2020年までGDP比3～5%の

67) Министерство Финансов РФ Основные Направления Бюджетной Политики на 2011 Год и Плановый Период 2012 и 2013 Годов, 5 августа 2010, С. 14, Таб. 3.1, <http://www.minfin.ru/>

68) 岡田進「ロシアの08-09年金融・経済危機」『ロシア・ユーラシア経済』2010年6月号，38ページ。

恒常的な財政赤字を予想する向きもあり⁶⁹⁾、同国は急速な少子高齢化による「年金時限爆弾」⁷⁰⁾を抱えていることから、国家財政の立て直しは急務であるが、その一方でロシア経済の構造改革に必要な財政出動を求める声も聞かれる⁷¹⁾。それは、油価依存の産業構造からの脱却とソ連時代に形成された地域構造の解消である。どちらも今回の金融・経済危機が露わにしたロシア経済の脆弱な部分と言えるが、政策の舵取りが最も難しい分野に属する。前者はロシア経済の成長モデルを転換し、技術立国を目指す国家戦略で、その要に位置するイノベーション・センターのスコルコボ（Skolkovo）⁷²⁾がすでに立ち上げられたが、既存の技術経済特区やテクノパークの実績を見るかぎり、見通しは決して明るくない。事業の成否の判断には、10年単位の時間を要する。他方、計画経済体制下で構築された地域間分業の遺物である企業城下町の刷新が後者の課題の中心で⁷³⁾、地域住民の雇用問題や住宅問題と直結していることから、やはり一朝一夕では解決できない難問である。

おわりに

2008～2010年における欧州新興国の金融・経済危機の展開と各国の対応を概観すると、その多様性の背後に共通の問題群が隠されていることに気づく。ひとつは対外債務問題と財政問題で、慢性的な経常収支赤字と財政赤字を抱えていた中東欧諸国だけでなく、2000年代の好況期に潤沢な石油・ガス収入を国庫金として蓄え、将来の財政危機に備えていたロシアも対外依存構造の危うさを露わにした。ロシアは財政赤字の補填を目的とした国債発行に踏み切っており、公的資金は国債市場に、民間資金は対外借入と海外直接投資に依存する基本的な構図は中東欧諸国と変わらない。危機後に企業民営化の大型案件が発表され、外資誘致に狂奔するロシア経済のファンダメンタルズは、世界最大の資源大国が醸し出すイメージとは裏腹に意外なほどに脆いのである。

69) 注40)に同じ

70) *The Moscow News*, 25 - 28 February 2011

71) 危機後の財政状況と財政運営をめぐる議論については、田畑伸一郎「2010年のロシア経済——強いられた成長モデルの修正」『ロシアNIS調査月報』2011年5月号、13-22ページを参照。

72) 一般にロシア版シリコンバレーと紹介されているが、スコルコボの関係者に対するモスクワでのヒアリング調査（2011年2月）では、特定の成功例をモデルとして念頭に置いているわけではないとの回答であった。

73) 金融・経済危機で顕在化した企業城下町の問題は、服部倫卓「ロシアのモノゴースト（企業城下町）問題」『ロシアNIS調査月報』2010年2月号、5-21ページが詳しい。ロシアの都市問題と企業改革の関係については、Tokunaga, M. "Enterprise Restructuring in the Context of Urban Transition: A Survey of the Company-Town Enterprises in Russia" *The Journal of Comparative Economic Studies*, Vol. 1, 2005, pp. 79 - 102を参照。

もうひとつの共通する問題点は、中東欧諸国に対するIMFとEUの存在や信用格付け、ロシアの場合の油価に代表される外生的要因が、金融・経済危機の発生と伝播の段階だけでなく、危機対応の局面でも大きな影響を及ぼしていることである。長期国債の格付けが引き下げられる見通しが報じられても、日々の経済運営に特段の支障を来さない日本とは異なり、ハンガリーは国債格付けの引き下げ見通しなどをきっかけとして、IMFとEUが求めるさらなる緊縮的財政措置の要請を受け入れざるを得なかった。そして現在、同国の国債市場の命運はギリシャ国債の市場評価が握っていると見る向きもある。ロシアの場合は、投機筋の動きで大きく変動する油価が同国における資金循環を規定するため、その騰落が原油市場だけでなく金融市場や小売市場を通じて实体经济にただちに影響を及ぼす。油価の高騰は原油依存の成長モデルを強いるが、急落は逆に成長路線の破綻をもたらす。同国にとって最も望ましい事態は安定した油価であろうが、それを追い求めるのは文字どおり見果てぬ夢であろう。