

世界経済危機に至るバルト3国の信用拡大

バニンコバ, エバ

<https://doi.org/10.15017/3000456>

出版情報：経済論究. 134, pp.97-112, 2009-07. 九州大学大学院経済学会
バージョン：
権利関係：

世界経済危機に至るバルト3国の信用拡大

Credit Growth in the three Baltic States prior to the Global Economic Crisis

バニンコバ・エバ

目次

はじめに

1. 2002年以降のバルト3国における急速な信用拡大
2. 信用拡大の2つの特徴
 - (1) 家計向け住宅貸出の高い伸び率
 - (2) 外貨建て貸出の高い割合
3. 信用拡大の背景
 - (1) 金融・不動産部門に偏向したFDI流入
 - (2) 外資依存の銀行型金融システム
 - ① 銀行型（間接金融中心）の金融市場
 - ② 対外資金への過度の依存
 - (3) 信用拡大をもたらした需要側の要因
 - ① 住宅ローンに対する需要の拡大
 - ② 為替相場制度と外貨建て貸出

結びに代えて

はじめに

1999年～2004年の間、EUコア諸国（EU15）のGDP成長率の平均が2%であったのに対して、2004年にEUに新規加盟した諸国の平均成長率は3.2%であり、特にバルト3国の高成長（7.8%）には目を見張るものがあった¹⁾。しかし、2007年の世界金融危機以降、状況は完全に逆転し、EU諸国の中でも、バルト3国の経済状況は特に深刻である。IMFの2009年5月の予測によれば、2009年の成長率はラトビアがマイナス12%、エストニアとリトアニアがマイナス10%と、EU27カ国平均（マイナス4%）を大きく下回っている²⁾。

新規にEUに加盟した中東欧・バルト海諸国のなかでも、なぜバルト海諸国がこれほど深刻な状況に陥っているのだろうか。2007年以降バルト3国を襲っている金融危機の本質を解明するために、本稿では、危機に先立つ数年間における民間部門向け信用の急拡大に注目し、他の新規加盟国と比較しつつ、その特徴を明らかにしたい³⁾。

なお、バルト3国は開放小国経済であり、通貨は対ユーロで固定されているという共通点があるた

1) ECB (2005), p.9. ここでいう2004年の新規加盟国とは、中欧5カ国（ポーランド・チェコ・スロバキア・ハンガリー・スロベニア）、バルト3国（エストニア・ラトビア・リトアニア）と地中海2カ国（キプロス・マルタ）である。

2) IMF (2009), p.2.

3) 本稿は中東欧諸国（ポーランド・チェコ・スロバキア・ハンガリー）とバルト3国を研究対象とする。

め、多くの先行研究はバルト3国を同一地域として扱ってきた。ところが、本稿では、エストニアとラトビアと比較して、対内直接投資(FDI)が金融と不動産部門に偏向しなかったリトアニアにおいては、家計向け貸出が他の2国ほど大きく伸びなかった点に注目しつつ、バルト3国という括りの問題点についても提起したい。

本稿は、この地域における信用拡大に関する主な先行研究を参考にしている。東欧の移行国における信用拡大は主に2005年以降注目されてきた。東欧向けの外資系銀行の進出は90年代末から本格化したため、2003年までの研究は、とりわけ外資系銀行の東欧への進出動機または受入国への影響に集中していた。外資系銀行による貸出についての先行研究は主に中小企業向けの貸出が縮小するかどうかを分析していた。他方、本稿で取り上げる中東欧・バルト海諸国の信用拡大を巡る問題点については、2005年以降ECBやIMFなどが注目してきたが、本稿はそうした先行研究を踏まえて展開される⁴⁾。

1. 2002年以降のバルト3国における急速な信用拡大

90年代末以降、市場経済移行が進展すると共に、中東欧諸国とバルト3国において銀行部門の民営化が本格化し、多くの銀行が外資系銀行により買収された。90年代に比べ、銀行から民間部門に対する貸出(信用)が増大したことはこれら諸国の共通の特徴である。

本稿ではこのような信用拡大が銀行市場の特徴やFDIパターンとどう結び付いているのかを考えた。そのため、まずは中東欧諸国とバルト3国における信用拡大の特徴(その推移と構造)を比較する。続いて、信用拡大の背景に注目していく。なお、本稿では、ECBに従い、信用を「金融機関部門が非金融部門に対して供給する資金」と定義する。

2000年以降、殆どの国において、民間部門貸出の対GDP比率には増加が見られるが、(図1)、その水準はユーロエリアの平均(100%以上)に比べ、なお低い⁵⁾。また、リトアニアがハンガリー並の50%を達成しているにもかかわらず、エストニアとラトビアを下回っている点にも注目したい。

しかし、World Bank (2008) とECB (2005) が指摘したように、信用拡大の速度の国別相違に注目する必要がある。2003年以降、バルト3国における対GDPの信用拡大の速度は中東欧諸国のそれを一貫して上回っている(図2)⁶⁾。

全体的にこれら諸国における信用供与の水準がユーロエリアより低いにもかかわらず、信用拡大の速度が大きくなりつつある場合、IMFが指摘するようにバブル経済につながる事が懸念される⁷⁾。

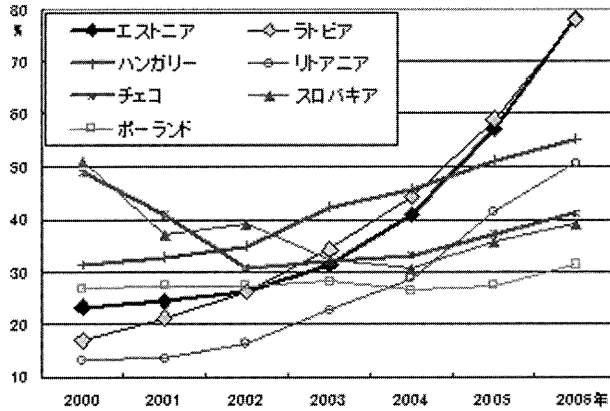
4) 例えばCottarelli C. et al. (2005) の東欧15カ国における信用拡大についての分析を参照。

5) スロバキアとチェコの場合、民間部門貸出の対GDP比率の明確な増加が2004年以降に見られた。

6) この3国の中でも、各国の信用拡大が始まった時点には若干の相違が見られたことにも注目したい。エストニアとラトビアに比べ、リトアニアでは2年遅れの強い信用拡大が観察された。さらに、リトアニアでは信用収縮も見られた。チェコとスロバキアにおいては不良債権の処理に所要時間が必要であったため、2001年までは信用収縮が観察された。

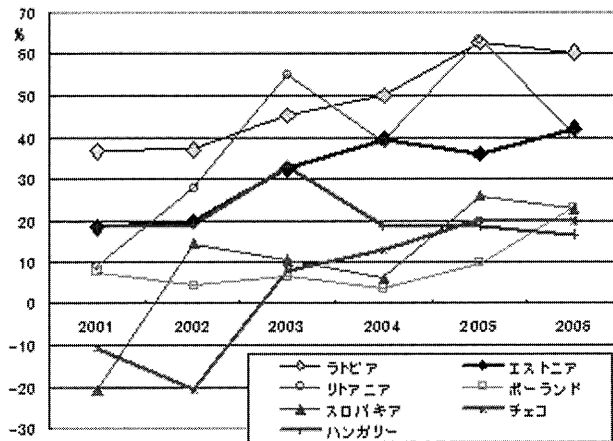
7) 一般的には、20%以上の対GDPの信用拡大の伸び率は高いと実証されている。Enoch Ch. and Otker-Robe Inci, editors (2007)。

図1 民間部門貸出の対GDP比率 (%) (2000年～2006年)



出所) IMF, *International Financial Statistics* より筆者作成。

図2 対GDPの信用拡大の推移 (%) (2001年～2006年)



出所) IMF, *International Financial Statistics*, ECB (2004a) より筆者作成。

2. 信用拡大の2つの特徴

前節で述べた信用拡大は何によってもたらされたのだろうか。ここでは、国別の信用拡大の構造とその変化に焦点を当てたい。

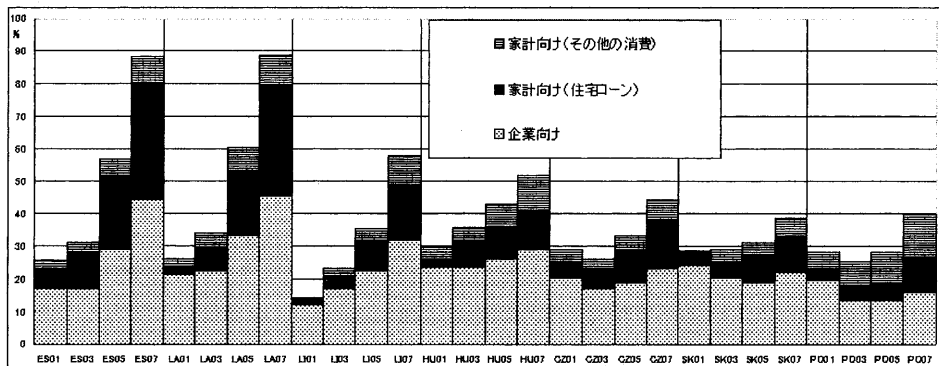
(1) 家計向け住宅貸出の高い伸び率

中東欧およびバルト3国ともに、2001年から2007年にかけて、概して民間貸出の増加が観察される。特にエストニア、リトアニアの伸びは極めて高く、リトアニアとハンガリーがそれに続いている(図

3)。

エストニアとラトビアにおけるこうした高い民間貸出の伸びは、家計向け貸出（主に住宅ローン）によって支えられていた。2005年以降の両国における家計向けの住宅ローンは単独で対GDP比35%を記録している。他方、リトアニアにおける家計向け貸出はさほど大きくなく、企業向け貸出の伸び率を下回っている。中東欧3国では、バルト3国の様な家計向け貸出の急速な拡大は観察されなかった。2004年から2005年にかけて、エストニアで家計向けの貸出が伸び続けた結果、家計の可処分所得に占める負債額の割合は14%で増加し、55%という高い水準に達した⁸⁾。逆に、最も低いスロバキアの場合、家計の可処分所得に占める負債額の割合は2005年末に、3.8%に過ぎなかった⁹⁾。

図3 中東欧諸国・バルト3国における民間貸出構造の推移（各国の対GDP比）



出所) ECB (2008) *EU Banking Structures*, ECB (2005) *EU Banking Structures*より筆者作成。

注) 2001年、チェコとスロバキアの住宅ローンの比率は2002年のデータである。ES=Estonia, LA=Latvia, LI=Lithuania, HU=Hungary, CZ=Czech Republic, SK=Slovakia, PO=Polandである。

(2) 外貨建て貸出の高い割合

次に民間部門向けの貸出に占める外貨建て貸出の割合を比較すると、バルト3国ではこの割合は極めて高く、中東欧と対照的である(図4)。中東欧諸国の中では、ハンガリーとポーランドで外貨建ての割合が増加したものの、その水準はバルト3国には及ばない。

2005年末、エストニアで企業向けの貸出に占める外貨建ての貸出は83%であり、家計向けでは75%という高い水準に達した。逆に、最も低いチェコの場合、企業向けの貸出に占める外貨建ての比率は16%であり、家計向けでは0.3%に過ぎなかった¹⁰⁾。

3. 信用拡大の背景

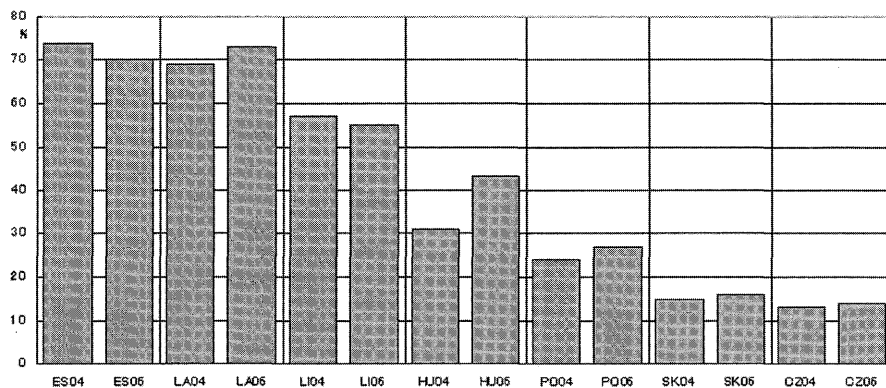
2で示した通り、エストニアとラトビアにおける急速な信用拡大は家計部門向け住宅ローンに支え

8) Bank of Estonia, *Financial Stability Review* (2005) November, p.27.

9) Licak M. (2007), pp.233-234.

10) Backe P. et al. (2007), p.74.

図4 民間部門向けの貸出に占める外貨建て貸出の比率(%) (2004年と2006年)



出所) *BSCEE Review*, Years 2005-2007とRZB Group (2008) より筆者作成。

注) バルト3国のデータは金融機関の総資産に占める外貨建て資産の比率である。

られ、外貨建ての貸出はその他の国を大きく上回った。こうした特徴はなぜ生じたのであろうか。本節では主な要因を、貸し手・借り手側の視点から整理したい。

EC/EU加盟による信用拡大は新しい現象ではなく、EC加盟直後に信用拡大が観察されたアイルランドやポルトガルの例を取り上げた分析もある¹¹⁾。しかし、中東欧・バルト諸国は市場経済移行国であり、旧加盟国とのアナロジーで2000年以降の当該地域で見られた信用拡大の背景について説明するには無理がある。そのため、ここでは中東欧・バルト3国の移行経済国としての特殊な事情にも注目しながら、信用拡大を促進した要因について考えたい。

(1) 金融・不動産部門に偏向したFDI流入

市場経済化がスムーズに進んだのは、中東欧・バルト3国において、FDI(対外直接投資)が重要な役割を果たしたからである¹²⁾。FDIがどの産業部門へ集中しているかによって、FDIによる経済効果は異なると見られている。これら諸国の産業部門別FDI流入先の相違により、信用拡大の構造の相違を説明することがどの程度可能であるかを検討したい。

産業部門別のFDI流入パターンを検討することによって、製造業向けFDIの比率が比較的高い中東欧4ヵ国及びリトアニア(ここではチェコの事例のみを示す)と、それとは逆に、その比率が非常に低いエストニア及びラトビアとを区別することができる(図5～6)。エストニア・ラトビアの場合、FDIが非貿易財部門(サービス業、主に金融業、運輸業と不動産業など)に集中しているところに特徴がある¹³⁾。

また、投資国別に見た場合、対中東欧諸国への金融FDIでは、EUコア諸国(ドイツ、オーストリア、など)の比率が高いのに対し、エストニア・ラトビアへの金融FDIでは北欧諸国(スウェーデン・フィ

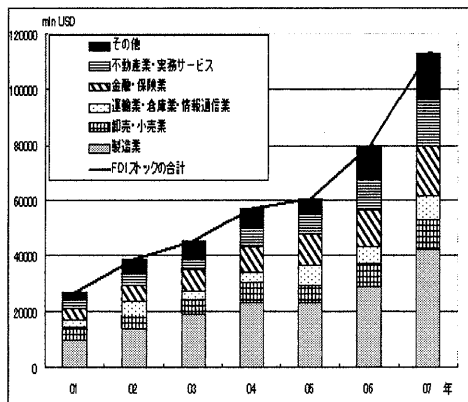
11) 例えばKutos P. and Vogelmann H. (2005), p.2。

12) 田中素香(2007), 71-72頁。

13) ラトビア・リトアニアのデータについてはバニンコバ・エバ(2008a)を参照。

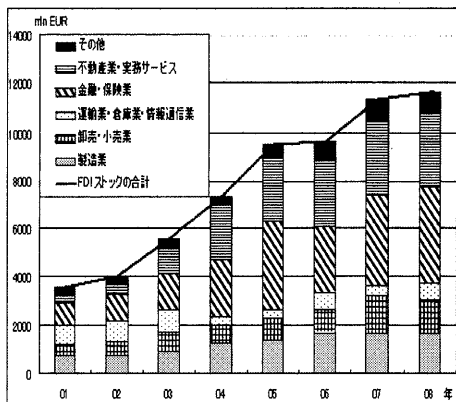
ンランド)の比率が高い。リトアニアへの投資国構成は多様であり、北欧諸国とEUコア諸国双方からの投資が観察される¹⁴⁾。

図5 チェコへの対内FDIストックの推移
産業部門別シェアの推移



出所) Czech National Bank, *FDI Annual Reports* より筆者作成。

図6 エストニアへの対内FDIストックの推移
産業部門別シェアの推移



出所) Bank of Estonia, *Statistical Indicators* より筆者作成。

エストニアとラトビアの産業部門別のFDIに見られる特徴と、これら諸国における急速な信用拡大とはどの様に結びつくのだろうか。

第1に、エストニアとラトビアの小規模な銀行市場における信用拡大は、金融FDIによって参入した北欧系の巨大な銀行グループに大きく影響を受けた。1998年のロシア通貨危機の後、バルト3国には安定的かつ健全な銀行制度が必要であり、北欧系外資銀行の市場参入によって、国内銀行制度は大きく改革されたと見られている¹⁵⁾。しかしそれは、同時に、巨大な対外資金によって国内の信用を拡大させる効果があった。さらに、2004年のEU加盟と2004年あるいは2005年のERM IIへの参加は、さらに金融FDIの比重を高め、信用拡大の一層の伸びと結びついた。

第2に、金融部門へのFDIとともに、不動産部門へのFDIも高い比率であったことにも注目する必要がある。エストニアとラトビアの場合、非貿易財部門の中での建設業向けのFDIが2001年以降に増え、不足していた新築住宅戸数の急増を促進したと見られている。

これに対して、製造業向けのFDIが相対的に高いリトアニアとハンガリーでは、民間信用が他の中東欧3カ国に比べ拡大したにもかかわらず、家計向けの貸出はエストニアやラトビアほど大きく拡大しなかった。それは、比較的バランスの取れた経済構造と産業部門別FDIの特徴が民間貸出構造に反映されたためと考えられる。

14) 中東欧諸国・バルト3国への直接投資パターンを取り上げたバニンコバ(2008a)を参照。

15) エストニアの例についてはLattemae R. (2007), p.176を参照。

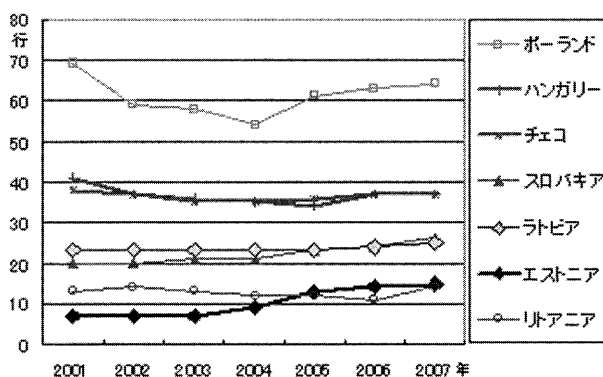
(2) 外資依存の銀行型金融システム

① 銀行型（間接金融中心）の金融市場

エストニアとラトビアにおける急速な信用拡大は、両国の金融システムのあり方とも関連しているのか考えてみたい。全体的に言えば、これら諸国に共通するのは、資本市場が未発達で、銀行型の間接金融システムが中心となっている点である¹⁶⁾。ここでは、銀行の市場シェアと銀行間競争に焦点を当てたい。

90年代から銀行市場が再編され、民営化は2003年までほぼ完成した結果、2000年以降は銀行の数に大きな増減が見られていない(図7)。ただし、90年代前半に比べ、銀行の数が減少したことは共通の特徴である¹⁷⁾。

図7 銀行の数の推移（単位：行）（2001年～2007年）



出所) BSCEE Review, Years, 2003-2007より筆者作成。

注) 信用組合, cooperative banksを除く銀行の合計である。外銀の支店が含まれている。

上位5行の累積集中度(CR5)を見るなら、銀行市場の規模が比較的に大きい国(ポーランド及びハンガリー)以外、上位5行累積集中度がEU27の平均を上回り、高いことがわかる(図8)。

ただし、バルト3国はCR5が高いにもかかわらず、これら諸国の中央銀行は、銀行間の競争が強いと見ている。貸出市場(loan market)における銀行間の競争について、例えばエストニア中央銀行は「2004年から2005年にかけて銀行間の競争は利鞘の減少(declining loan interest margins)と積極的な貸出拡大キャンペーンに反映されつつあった」と述べている¹⁸⁾。ラトビア中央銀行も同様に、2004年～2005年の間、貸出金利率が特に住宅ローンの場合に減少し続けたと示した¹⁹⁾。

中東欧とバルト3国に共通する銀行市場の特徴は、国内銀行の多くの割合が西欧の銀行あるいは北

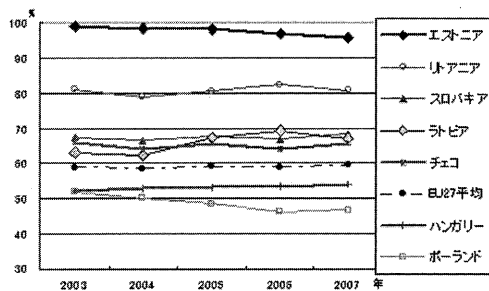
16) これら諸国の直接金融・間接金融の比較について、ECB (2005), Backe P. and Zumer T. (2005), Masciandaro D. ed. (2004) は詳細を取り上げた。また、銀行制度改革と外銀への売却については田中素香(2007), 66-69頁を参照。

17) Bonin J. and Wachtel P. (2002)。

18) Bank of Estonia (2005), *Financial Stability Review*, May 2005, p.34。

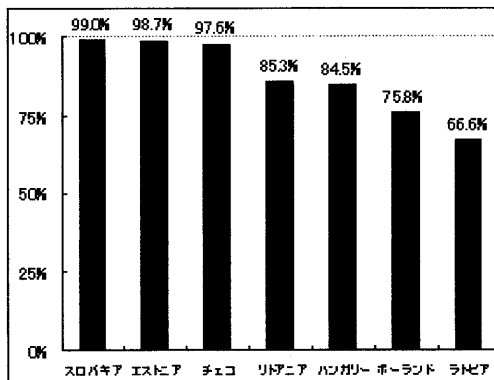
19) Bank of Latvia (2005), *Financial Stability Report*, 2/2005, p.16。

図 8 総銀行資産に占める上位 5 行の比率の推移 (%)



出所) ECB (2008) *EU Banking Structures* より筆者作成。

図 9 総銀行資産に占める外銀銀行の比率 (2007年)



出所) *BSCEE Review 2007*, RZB Group (2008) より筆者作成。

欧系の銀行により買収された結果、外資主導の銀行型金融システムが確立されたことである (図 9)。

外資系銀行の市場参入は、これら諸国が拡大EUの金融市場に統合されつつあり、外資依存の金融深化 (financial deepening) が進んだことを意味している。民間部門向けの貸出 (信用) はこうした金融深化の 1 つの指標であると見られている²⁰⁾。ECBによれば、信用拡大をこれら移行国における金融の西欧の先進資本主義国への収斂として位置付けることが出来る。ただし、バルト 3 国の事例が示したように、外資系銀行間の競争は当該エリアでは特に住宅ローン部門での急速な貸出の増大をもたらすこととなったのである。

② 対外資金への過度の依存

外資系銀行にとって、これら諸国で貸出の活動を拡大する主な動機は次の通りである。第 1 に、Haas R., Lelyveld I. (2003) は、本国の飽和した銀行市場による資金余剰を取り上げ、市場シェア拡大の追求を指摘している。第 2 に、90年代末以降、安定的な経済成長を成し遂げ始めた中東欧とバルト 3 国の銀行市場では、高い成長ポテンシャルと高い利益率が重要な進出動機であったと考えられている²¹⁾。第 3 に、ECB (2005) によれば、外資系銀行の多くは中東欧諸国及びバルト 3 国を戦略的な市場として位置付け、東欧 (ウクライナ、ロシアなど) への進出の最初のステップとして見ていた。

また、現地で貸出の拡大を容易にさせた環境が整ったことも重要である。まず、現地銀行の買収による市場参入の場合、現地の市場に詳しい銀行を買収するため、現地の民間部門に関する情報不足という不利を克服することもでき、取引コストも低くなった。その上、2004年のEU加盟に向けて、これら諸国はEU法体系 (アキ・コミュニテール) を受容し、法律がEU法に適合させられてきたことにより、進出した銀行にとって、取引を行う環境が大幅に透明化し、取引を行うリスクも大幅に削減された。中東欧・バルト 3 国は資本移動に関する規制が少なく、EBRDとECBはこれら諸国の1997年～2003

20) ECB (2005), p.7.

21) 特に、90年代末、これら諸国での貸出金利と預金金利による調達金利との高いスプレッド

年の間の金融部門自由化を高く評価した²²⁾。

こうした背景によって、現地での業務が拡大しつつあり、銀行は金融商品の多様化を追求した。ただし、先行研究が示したように銀行が外国国籍であるという事のみによって、前節で明らかにした地域別の信用拡大を説明するには限界がある²³⁾。そのため、銀行の貸出戦略と、外資系銀行の場合には本国の親銀行からの借入の度合いについて注目する必要がある。

BISの指摘によれば、外国銀行子会社の「現地通貨建て債権」が増加しており、外資系銀行の現地リテール業の重要性が増し、現地化が深化していることがわかる²⁴⁾。中東欧・バルト3国を比べると、外銀の現地通貨建て債権が著しく増加した中東欧3国（チェコ、スロバキア、ポーランド）と、さほど増加が見られないバルト3国・ハンガリーとを区別できる（図10）。バルト3国とハンガリーでは「国際債権」が重要であり、「クロスボーダー債権」と共に、これら諸国に進出した外国銀行子会社が進出先で「外貨建て現地債権」をもっている²⁵⁾。

以上のように、外資系銀行の現地化では国（エリア）別の違いが見られ、その背景にある重要な要因は外資系銀行の親銀行との関連である。もともと、親銀行のノウハウと海外進出（例えばNordeaグループを始め、特に多国籍化した大きな銀行グループの場合）の経験に基づき、本国の親銀行の資金に容易にアクセス出来るため、進出国における貸出需要に対する安定的な資金供給チャンネルが確立された。

国別の信用拡大の相違にはその資金源泉の違いが読み取れる。ハンガリーを除く中東欧諸国に比べ、バルト3国における急速な信用拡大を説明する1つの要因は、上記の親銀行からの現地銀行向けの巨額の資金供給である²⁶⁾。

これを示す指標は預貸率（Loan to Deposit Ratio）である（図11）。外貨建ての貸出の割合が高いほど、預貸率が高くなっている。つまり、国内預金の伸びに基づいた貸出よりも、むしろ親銀行からの対外資金が、現地の外資系銀行による民間部門向けの貸出を支え、大きく増大させたものと考えられる。その理由としては、Backe P. and Zumer T. (2005) が示したように、外資系銀行の子会社・支店にとっては、現地のインターバンク市場で資金を調達するコストが、本国から本支店勘定を通じて調達するコストより高くなる点が指摘されている。さらに、外資系銀行にとっては為替リスクのない外貨建ての貸出が有利である。

Backe P. and Zumer T. (2005) の指摘によれば、エストニア・ラトビアは小国であるため、小規模の銀行市場は北欧系の大銀行からの資金調達に大きく依存しつつ、国内の信用を大幅に拡大させることになった。

90年代から預貸率の推移を見ることによって、改めてリトアニアの異なった特徴が区別できる。エ

22) ECB (2005) と EBRD (2005) *Transition Report*。

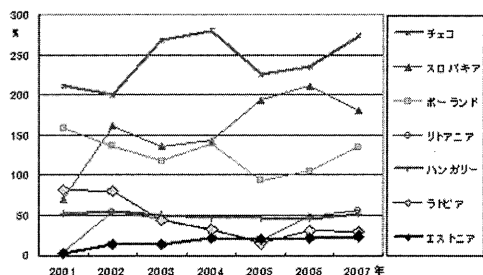
23) Enoch Ch. and Otker-Robe Inci, editors (2007)。

24) McCauley et al. (2002)。

25) 「国際債権」はBIS報告銀行の「クロスボーダー債権」プラス外国銀行子会社の「外貨建て現地債権」である。これに外国銀行子会社の「現地通貨建て現地債権」を加えた数字が「外国債権」と規定される。川本明人・小山高史 (2008), 209-210頁による。

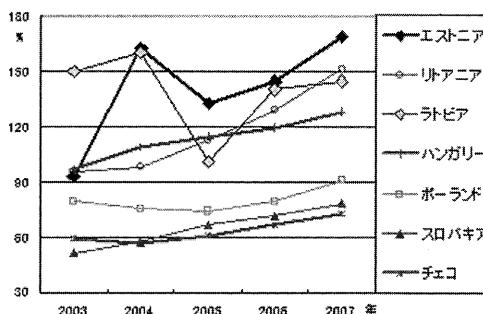
26) World Bank (2009)。さらに、Kutos P. and Vogelmann H. (2005) がエストニアの事例で示したように、こうした親銀行・現地子会社の間の資金調達は国際収支の「その他投資」の増加に反映されている。

図10 国際債権に対する外銀の現地通貨建て現地債権の推移 (%)



出所) BIS, *Quarterly Review*, various issuesより筆者作成。

図11 銀行市場の預貸率 (Loan to Deposit Ratio) の推移 (%)



出所) ECB (2008) *EU Banking Structures, BSCEE Review 2003-2005*より筆者作成。
注) 貸出・預金ともに対非銀行部門のみ。

ストニアとラトビアにおける上述の対外資金の供給は90年代後半から重要であったのに対して、リトアニアの場合には遅れて顕在化した。このことから、第1節で指摘したリトアニアの信用拡大の開始時期の遅れを説明できる²⁷⁾。

さらに、バルト3国において銀行間の競争が増大したため、貸出金利も低下し、貸出に対する国内需要をさらに拡大させた。例えばエストニア中央銀行によると、低金利の貸出はさらに積極的にになり、競争圧力によって、銀行は与信評価基準を大幅に緩和した²⁸⁾。

競争圧力と親銀行からの資金調達という銀行市場展開に対して、受入国当局の信用拡大の管理権限に限界があったことは、IMFと世界銀行などの国際機関が指摘している²⁹⁾。拡大EUにおける金融機関に対する、ロスボーダー監督(本国・受入国)強化の必要性が高まったとも見られている³⁰⁾。

(3) 信用拡大をもたらした需要側の要因

90年代に比べ、中東欧・バルト3国における信用拡大を需要側の側面から説明する先行研究は、いわゆるキャッチアップ効果(catch-up effect)に注目した³¹⁾。市場経済移行の混乱を経て、再びGDPの成長率が増加したことによって、家計の所得も増加し、住宅または消費財に対する需要が高まり、信用に対する国内需要が増大したという共通の特徴がある³²⁾。Schadler S. et.al. (2005)の実証分析によると、一人当たりの所得が10%増加する場合、対GDPの信用比率が長期的に3%増加する。

信用に対する需要をさらに増大させた要因として、これらの移行経済国では次の2つの要素が採り

27) Cottarelli C. et al. (2005)。

28) Bank of Estonia (2005), *Financial Stability Review*, November 2005, p.38。

29) 外銀に対する受入国のアプローチは例えば、受入国の中央銀行あるいは監督当局と外資系銀行の本国の監督当局との対話・情報交換の強化である。または、北欧諸国の親銀行に対する道徳的指導(いわゆるmoral suasion)という手段も使われた。Lutz M. (2004), ECB (2005), p.29, Enoch Ch. and Otker-Robe Inci, editors (2007), pp.359-360。

30) Enoch Ch. and Otker-Robe Inci, editors (2007), pp.342-345, p.364を参照。

31) Arcalean C. et al. (2007), pp.22-28。

32) Egert B. et al. (2006), p.11。

上げられている。第1に、金融機関の構造改革により、銀行に対する民間部門からの信頼も確立したと考えられている³³⁾。第2に、家計部門の信認 (creditworthiness) の改善である。これら諸国が追求してきたEU加盟政策として、EUの法体系を受容したため、法制度が透明になり、高度な制度が整備された。その結果、貸出先としての家計部門の信認が大幅に改善した。

こうした背景において信用拡大の国別相違を実証する比較研究は90年代前半の民間部門向け貸出の水準に注目してきた。市場経済移行が始まった時期、低水準の民間貸出があった国の方でキャッチアップ効果ははたらし、信用拡大の伸び率は大きくなる³⁴⁾。Egert B. et al. (2006) は中東欧・バルト3国を比べ、90年代前半の低水準の民間貸出 (対GDP比20%) から始まったバルト3国では90年代末以降の高い伸び率の信用拡大が観察された。逆に、比較的高水準の民間貸出 (対GDP比60%) から始まったチェコとスロバキアでは信用拡大の速度がさほど大きくなかったとしている。社会主義時代の中央計画経済の下、各国で企業向けの資金調達に関する対応が異なったことが主な要因である³⁵⁾。

① 住宅ローンに対する需要の拡大

2で示したように、エストニアとラトビアにおいては極めて高い民間貸出の伸び率が家計向け貸出 (主に住宅ローン) によって支えられた。ここでは、住宅ローンに対する国内需要がなぜ拡大したのかについて述べたい。

はじめに、住宅 (持ち家) への需要拡大要因について考えよう。第1に、中東欧・バルト3国における住宅の所有権に係る法制度に起因する住宅の不足が存在していた。EUのアキ・コムノテールの受容により、住宅または土地の取引が可能になったので、住宅市場の開発が2000年以降本格化した³⁶⁾。第2に、建設業での国有企業の減少に伴う住宅供給の不足も指摘されている。第3に、社会主義時代の多くの建物は改修が必要であるため、新築への需要が増大した³⁷⁾。第4に、バルト3国の場合、持家率が極めて高い (中東欧諸国を大きく上回る80-90%の持ち家率)³⁸⁾。第5に、人口の要因として、1970-80年代生まれの世代による住宅需要が増大したという側面もある。第6に、いくつかの国では、EU15の国民 (バルト3国の場合、北欧諸国の居住者) が退職後に当該エリアの低価格の住宅を求めているという要因もある。

こうした住宅への需要を住宅ローンの貸出が支えることになる。バルト3国 (特にエストニアとラトビア) の場合、2000年以降の国民一人当たりの所得は急速にEUコア諸国の水準に収斂し、住宅ローンの需要はさらに高まった。Lutz M. (2004) が指摘したように、1994年~2004年の間、エストニア人の一人当たりの実質所得が75%で増加し、住宅ローン及び消費財 (主に自動車) のローンに対する需要を強めた。ただし、バルト3国では消費平準化 (consumption smoothing) 仮説の通り、現在の所得ではなく、家計の将来の所得の予測に基づき、家計からの住宅ローンに対する需要が顕在化したの

33) Backe P. and Zumer T. (2005)。

34) Fries S. and Taci A. (2002)。

35) Egert B. et al. (2006), Cottarelli C. et al. (2005)。

36) Mihajjek D. (2007), *European Housing Review* (various years)。

37) *European Housing Review 2007*。

38) ただし、統計に表れない個人間の賃貸契約は多いため、高い持ち家率の統計は過大に評価されている可能性も指摘されている。*European Housing Review 2007*。

である³⁹⁾。

エストニアとリトアニアの場合、以上の住宅ローンへの需要は特定のインセンティブによってさらに強化された。エストニアの例で言えば、2000年に設立されたKredEx (国有信用保証基金) は国民が住宅ローンを借りる場合、一定の割合で保証することになっていた⁴⁰⁾。さらに、2003年以降、新しいサービスとして、KredExが旧ソビエト住宅の改修のための補助金を提供し始めた。その他、住宅ローンの返済に対する課税優遇もエストニアで実行されていた⁴¹⁾。

しかし、住宅の開発が遅れたため、住宅への需要に対する住宅の供給が不足し、住宅価格の上昇をもたらした⁴²⁾。例えば、エストニアとラトビアにおける住宅価格は年率40%以上急増した⁴³⁾。

結果として、バルト3国の場合には、投機的な動機に基づいた住宅需要が増大した。エストニア中央銀行は家計が貯金の代替として不動産向けの投資を行っていたことを指摘している⁴⁴⁾。

② 為替相場制度と外貨建て貸出

そして、第2節で述べたように、バルト3国の場合、民間部門が外貨建てのローンを選好した背景には、対ユーロの固定為替相場制度の他、早期のユーロ導入期待に基づいた民間部門による為替リスクに対する低い評価があった(為替相場制度については表1を参照)。さらに、中東欧とは違い、バルト3国における外貨建てローンの高い割合は既に90年代から持続した⁴⁵⁾。その背景には90年代から固定相場制を維持したことと外資系銀行の強いプレゼンスが読み取れる。

為替相場を固定し続け、早期にユーロ導入を目指したこれら3国では借り手は為替リスクを無視するか、極めて低く評価した。Belinskaja L., Rutkauskas V. (2007) は、リトアニアが早期にユーロを導入するという見通しが2003年以降の外貨建ての借入を促進したことを示している。

また、外貨建ての借入が高いハンガリーと同様に、利子率の格差(外貨による貸出金利がより低い)も外貨建て借入の促進要因となった。

39) 消費円滑化 (consumption smoothing) 仮説によると、経済が安定すれば、将来の所得も増加すると予測する家計が増えるため、将来の所得に対する借入れの需要も高まるというものである。Kutos P. and Vogelmann H. (2005), Rybinski K. (2007)。

40) 具体的には、借り手(主に20代~30代のエストニア人) が購入しようとする住宅の価格の10%までの頭金が準備できた場合、住宅価格の24%までKredExが保証していた。Boissay F. et al. (2007), p.63。

41) ただし、住宅ローンのためのインセンティブは漸次的に緩和された。2001年に比べ、KredExに保証された住宅ローンの割合は2倍以上減価し、2004年には12%に留まった。Bank of Estonia (2005) *Financial Stability Review*, November 2005, p.31。

42) 例えば、ラトビアにおける住宅の建設は2004年以降始まったという指摘がある。Rutkaste U. (2007), p.185。

43) ラトビアの首都における平均住宅価格の年間率は2004年の4.9%から48%まで急増した。エストニアでは2003年の19.7%から2004年の43%までの増加が見られた。リトアニアの場合、2005~06年の住宅価格の年間率は20%以内であった。EMF (2007) *Hypostat*。

44) エストニアの場合、外国人投資家が国内住宅市場に投機的に参加したことが指摘されているが、エストニアの中央銀行は外国人投資家の役割の過剰評価を指摘した。エストニアの住宅市場における外国人投資家の割合(全契約に占める割合)は2005年半ばに4.3%に過ぎず、または投資家指数に占める外国人投資家の割合は7.2%に過ぎなかったという。ただし、首都タリンの旧市街の住宅に外国人投資家の関心が集まっているため、タリンの旧市街についての数値がもっと高い可能性があるとした。Bank of Estonia (2005) *Financial Stability Review*, November 2005, p.6, p.38。

45) 90年代半ばから、全体の借入に占める外貨建ての割合はエストニアで約80%であった。Lattemae R. (2007), p.176。

表1 中東欧・バルト3国の為替相場制度と2004年(EU加盟)の時点におけるユーロ導入の目標年

国名	為替相場制度	ユーロ導入目標年 [2009年時点の目標年]
エストニア	1992年からカレンシーボード (DEM/EURへのペッグ) 2004年6月からERMII(±15%の変動幅) カレンシーボードを片務的に維持	2007年 [2011年]
ラトビア	1994年2月からSDRへのペッグ(±1%の変動幅) 2005年5月からERMII(±15%の変動幅) ±1%の変動幅を片務的に維持	2008年 [2014年]
リトアニア	1994~2002年, カレンシーボード (USDへのペッグ) 2002年2月以降, ユーロへのペッグ 2004年6月からERMII(±15%の変動幅) カレンシーボードを片務的に維持	2007年 [未定]
スロバキア	1994年~98年, DEM/USDへのペッグ 1999年から管理フロート 2005年11月からERMII(±15%の変動幅) 2009年1月からユーロ導入	2009年 2009年1月: ユーロ導入
チェコ	1991年~97年, DEM/USDへのペッグ 1997年5月から管理フロート	2009年-2010年 [2012年]
ハンガリー	1989年~1995年, DEM/USDへのアジャスタブル・ペッグ 1995年からクローリング・ペッグ(±15%の変動幅)	2010年 [未定]
ポーランド	1990年~2000年, ペッグ制 2000年4月から変動相場制	2008年-2009年 [2012年]

出所) ECB (2004b) p.78, ECB (2004c), ECB, *Monthly Bulletin*, various issues, 各国中央銀行のHPより筆者作成。

結びに代えて

本稿は、2000年以降に急速な経済成長を成し遂げたバルト3国経済における信用拡大を中東欧諸国と比較することによって、信用拡大の速度と構造の特徴を明らかにした。そして、バルト3国の独自の特徴である家計部門向けの外貨建ての貸出増加を促進した需要側と供給側の要因について考察を行った。

高成長を成し遂げたバルト3国の国民一人当りの所得増加が著しく、住宅ローンの需要の増加からさらに不動産業投機のための需要を引き起こした。供給側の主要な要因として、競争圧力が強まる中で、現地の外資系銀行による貸出増加が本国にある親銀行からの巨額の資金調達に基づいていたことを指摘した。小国経済であるエストニア・ラトビアにおいては、こうした巨額の対外資金が国内の銀行市場における貸出の大幅な増加をもたらしたのである。

さらに、本稿はバルト3国を同一地域として扱うことには限界があることも明らかにした。エストニア・ラトビアに対し、民間貸出構造(住宅ローンの割合の推移など)はリトアニアの場合に若干違うことを示した。リトアニアの他の2カ国より高い製造業の比重は、産業部門別のFDIの特徴と部門別

の貸出に反映され、信用拡大の程度や内容においてもエストニア・ラトビアとの違いをもたらしている。

今後の課題として、2007年以降の信用収縮の主な要因を明確にする必要がある。この点については、本稿で明らかにしたような、エストニア・ラトビアとリトアニアとの間で観察された各種の相違（産業構造とそれに基づくFDI流入先部門の相違、信用拡大の内容の相違など）を念頭に置きながら検討をしていきたいと考える。また、本稿では金融FDIにより域内展開する金融機関への受入国当局による監督の限界について触れたが、2007年以降の危機をもたらしたEUの金融規制監督の問題に関しても、今後の課題とせざるを得ない。

参 考 文 献

(英語)

- Arclean C. et al. (2007), “The Causes and Nature of the Rapid Growth of Bank Credit in the Central, Eastern and South-eastern European Countries”, in Enoch Ch. and Otker-Robe Inci, editors (2007).
- Backe P. and Zumer T. (2005), “Developments in Credit to the Private Sector in Central and Eastern European EU Member States: Emerging from Financial Repression—A Comparative Overview”, *Focus on European Economic Integration*, Oesterreichische Nationalbank.
- Backe P. et al. (2007), “Fast Credit Expansion in Central and Eastern Europe: Catching-up, Sustainable Financial Deepening, or Bubble?” in Enoch Ch. and Otker-Robe Inci, editors (2007).
- Belinskaja L., Rutkauskas V. (2007), “Housing Price Bubble Explosion: Evaluation of the Problem”, *Ekonomika No. 79*, Vilnius University (English summary of a Paper in Lithuanian).
- Boissay F. et al. (2007), “Using Fundamentals to Identify Episodes of ‘Excessive’ Credit Growth in Central and Eastern Europe” in Enoch Ch. and Otker-Robe Inci, editors (2007).
- Bonin J. and Wachtel P. (2002), “Financial Sector Development in Transition Economies: Lessons from the First Decade”, *BOFIT Discussion Papers* 9/2002, pp.1-61.
- Cottarelli C. et al. (2005), “Early Birds, Late Risers and Sleeping Beauties: Bank Credit Growth to the Private Sector in Central and Eastern Europe and in the Balkans”, *Journal of Banking and Finance*, 29, pp.83-104.
- Egert B. et al. (2006), “Credit Growth in Central and Eastern Europe- New (Over) shooting Stars?”, *ECB Working Paper Series No.687/October 2006*.
- Enoch Ch. and Otker-Robe Inci, editors (2007), *Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe: Endless Boom or Early Warning?*, International Monetary Fund, Palgrave Macmillan.
- ECB (2004a), *EU Banking Sector Stability*.
- ECB (2004b), *Annual Report*.
- ECB (2004c), *Convergence Report*.
- ECB (2005), *Banking Structures in the New EU Member States*, January 2005.
- Fries S. and Taci A. (2002), “Banking Reform and Development in Transition Economies”, *EBRD Working Paper No.71*.
- Haas R., Lelyveld I. (2003), “Foreign banks and credit stability in Central and Eastern Europe: Friends or Foes?” *MEB Series No.2003-04 Research Series Supervision No.58*, De Nederlandsche Bank.
- Hilbers P., Otker-Robe Inci and Pazarbasioglu C. (2007), “Analysis of and Policy Responses to Rapid Credit Growth”, in Enoch Ch. and Otker-Robe Inci, editors (2007).
- IMF -Regional Office for Central Europe and Baltics (2007), *Let's Not Take Our Eyes off Fiscal Policy in Eastern Europe*.
- IMF (2009), *Regional economic outlook: EUROPE- Addressing the Crisis*, May 2009.

- Kutos P. and Vogelmann H. (2005), “Estonia’s External Deficit: A Sign of Success or a Problem?”, *Country Focus*, vol.2(13), July, European Commission.
- Lattemae R. (2007), “Estonia’s Experience with Rapid Credit Growth” in Enoch Ch. and Otker-Robe Inci, editors (2007).
- Licak M. (2007), “Slovakia: Credit Growth in the Household Sector and Response to the Related Risks” in Enoch Ch. and Otker-Robe Inci, editors (2007).
- Lutz M. (2004), “Estonia’s External Debt and Domestic Balance Sheet Developments”, *IMF Country Report No.04/357, Republic of Estonia: Selected Issues*, Washington DC.
- Masciandaro D. ed. (2004), *Financial Intermediation in the New Europe—Banks, Markets and Regulation in the EU Accession Countries*, Edward Elgar.
- McCauley et al. (2002), “Globalising International Banking”, *BIS Quarterly Review*, March.
- Mihaljek D. (2007), “The Role of Housing Markets and Foreign-Owned Banks in the Credit Expansion in Central and Eastern Europe” in Enoch Ch. and Otker-Robe Inci, editors (2007).
- Rutkaste U. (2007), “Latvia’s Experience with Rapid Credit Growth” in Enoch Ch. and Otker-Robe Inci, editors (2007).
- Rybinski K. (2007), “Rapid Credit Growth in Converging Economies- the Challenges Ahead”, Closing Remarks at International Conference 「Monetary Policy Challenges Resulting from the Rapid Growth in Converging Economies」, Warsaw, 22-23 November.
- RZB Group (2008), *CEE Banking Sector Report*, September 2008.
- Schadler S. et al. (2005), “Adopting the Euro in Central Europe: Challenges of the Next Step in European Integration”, *International Monetary Fund, Occasional Paper 234*.
- World Bank (2008), *EU10 Regular Economic Report*, June 2008.
- World Bank (2009), *EU10 Regular Economic Report*, February 2009.

(日本語)

- 岩田健治 (2009), 「なぜヨーロッパで危機が顕在化したのか？」世界経済評論 Vol.53, No.3, 世界経済研究協会。
- 川本明人・小山高史 (2008), 「金融業の国際的展開と金融規制」, 田中素香・岩田健治 (2008), 所収。
- 田中素香・長部重康・久保広正・岩田健治 (2006), 『現代ヨーロッパ経済』新版, 有斐閣アルマ。
- 田中素香 (2007), 『拡大するユーロ経済圏—その強さとひずみを検証する—』日本経済新聞社出版。
- 田中素香・岩田健治 (2008), 『現代国際金融』有斐閣。
- 田中素香 (2009), 「深刻な金融・経済危機のヨーロッパ」世界経済評論 Vol.53, No.3, 世界経済研究協会。
- 蓮見雄編 (2009), 『拡大するEUとバルト経済圏の胎動』昭和堂。
- バニンコバ・エバ (2008a), 「1990年代以降の中東欧・バルト3国への直接投資パターン—投資国別・産業別分析—」, 『経済論究』(九州大学大学院 経済学会) 第131号, 所収。
- バニンコバ・エバ (2008b), 「EUの拡大と中東欧・バルト3国への直接投資」, 『九州経済学会年報』第46集, 所収。

刊行物

- Bank of Estonia (Eesti Pank), *Financial Stability Review*, various years.
- Bank of Latvia, *Financial Stability Report*, various years.
- BIS (Bank for International Settlements) *Quarterly Review*, various years.
- BSCEE (Banking Supervisors from Central and Eastern Europe) *BSCEE Review*, various years.
- Czech National Bank, *FDI Annual Report*, various years.
- EBRD, *Transition Report*, various years.
- ECB, *Monthly Bulletin*, various issues.
- ECB (European Central Bank), *Financial Stability Review*, various years.

ECB, *EU Banking Structures*, various years.

EMF (European Mortgage Federation), Hypostat.

IMF, *International Financial Statistics*, various years.

IMF, *World Economic Outlook*, various issues.

RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors), *European Housing Review*, various years.

Financial Times, various issues.

The Banker, various issues.

URL

BIS: www.bis.org

BSCEE: www.bscee.org/publications/review.html

Bank of Estonia: www.eestipank.ee

Bank of Estonia, Statistical Indicators, Balance of Payments- Statistical Datasheets:
www.bankofestonia.info/pub/en/dokumendid/statistika/

Bank of Latvia: www.bank.lv

Bank of Lithuania: www.lb.lt

Czech National Bank: www.cnb.cz

ECB: www.ecb.int

EMF: www.hypo.org

Eurostat: <http://ec.europa.eu/eurostat/>

International Monetary Fund- Regional Office for Central Europe and Baltics: www.imf.org.cee

Central Bank of Hungary (MNB, Magyar Nemzeti Bank): www.mnb.hu

National Bank of Poland: www.nbp.pl

National Bank of Slovakia: www.nbs.sk

RICS: www.rics.org