

国際金融危機下のハンガリー

盛田 常夫

IMF 緊急融資

10月17日付けの日本の朝刊は、ハンガリーがアイスランド、ウクライナとともに、IMFへ緊急融資の要請を行っていると一緒に報道した。ヨーロッパの金融センターを目指したアイスランドが金融危機の直撃を受け、国家破産状態になっているのは理解できるが、いったいハンガリーに何が起こったのだろう。ハンガリーの製造業は多国籍業の手にあるし、金融セクターもOTPを除いては、ほとんど外資系の金融機関である。親会社が受けた痛手の影響はあるにしても、ハンガリーの銀行システムが機能不全に陥っている訳ではない。ハンガリーは工業も金融業も脆弱なウクライナとも違う。しかし、この3カ国が一括りされて世界のニュースになった。一番悪い時に、瀕死状態の国家と一まとめで報道されたハンガリーのイメージダウンは大きい。

しかも、アイスランドのカウシング銀行が発行したサムライ債は、その後、利払い不能のデフォルト状態になった。ハンガリー国立銀行が発行したサムライ債は日本市場にかなり残っているはずだから、日本の機関投資家にとって、ハンガリーの状況は無関心ではいられない。一般的な金融状況の悪化だけでなく、このような個別の悪いニュースが流れると、当分の間、ハンガリーが新規にサムライ債を発行するのは難しいだろう。

「国民サミット」

10月18日、ハンガリーはジュルチャーニイ首相の呼びかけで、ハンガリーの金融危機に対処すべく「国民サミット」を開催した。しかし、この「サミット」招集の具体的な目標が定かでなかった。「未曾有の危機にあるから、皆で団結して事に対処しよう」というに過ぎない。ジュルチャーニイとは同席を拒んできたFIDESZはオルバン党首を送り込み、減税を要求し、責任の所在の明確化を明らかにするように求め、MDFのダーヴィッド党首は政府支出のいっそうの節減を要求した。とにかくすべての党首を一堂に集めたことでジュルチャーニイの意図

が奏功したように見える。

世論の支持が低迷しているジュルチャーニイにとって、金融危機は政権延命の絶好のチャンスである。それは日本も同じ。短命政権で終わることを余儀なくされそうになった麻生首相が、金融危機を理由に総選挙を先延ばしにするのと同じ。ジュルチャーニイの場合、ここで「危機管理能力」を発揮できれば、支持率の回復が期待できる。まさに、ジュルチャーニイ首相とっても麻生首相にとっても、金融危機は政権延命の「神風」である。

しかし、ハンガリーのメディアはこういう分析を行うことなく、ショヨム大統領が「国民サミット」に出席しないのはけしからんというピント外れの議論を展開していた。「国の危機なのに大統領が国民の団結を図る会議に出席しないのは国賊物だ」という感情論だ。それこそ、まさにジュルチャーニイと社会党の術中に嵌ったも同然。問題の本質をそらし、大連立の方向に政局を転換できれば、政府与党にとって万々歳なのである。

「危機」の発生

それにしても、ハンガリーの金融危機とは何か。ハンガリーの金融機関がサブプライムローン関連の証券を保有していたからではない。ハンガリーの内国債に投資していた外人（機関）投資家が、一斉に資金を引き揚げたことから生じた債務管理危機である。

ハンガリーの債務は大きくは二種類存在する。一つは、国外で起債した外債と国外の金融機関からの中・長期の融資である。これがいわゆる対外債務。もう一つは、国内の財務証券や国債のうち外人（機関）投資家が保有する債券残高である。これが国内債務。前者は中・長期の債務だから急に返済が要求されることはないが、後者は国内市場で毎日売買されているものだから、きわめて流動性が高い。ハンガリーは利子率を高く設定しているからハンガリーの内国債も利回りが良く、投機を招く要因になっている。

内国債市場が大きくなり、大量の外人投資が入れば、国外で起債の必要がそれだけ少なくなる。これは資本受入れ国にはメリットだが、逆に外人投資家が資本を引き揚げる時に問題が生じる。利率が高い国はリスクを抱えているはずだから、利食いで逃げようと考えている資本が流れ込んでいる。この種の資本はホットマネーと呼ばれる。日々の売買は投資引揚げリスクが低いという前提で進行しているが、いったん国際的な金融情勢が不安定になると、内国債市場がすぐに動き出す。いくら利回りが良くても、為替が大きく変動すれば、利回りなど吹っ飛んでしまうからだ。ホットマネーは市況の変化に非常に敏感だ。デフォルトの危機を恐れて、突如、資金を引き揚げるのである。これまで多くの発展途上国で見られた金融危機は、まさにこういうプロセスで発生している。

まさに、今回ハンガリーが見舞われた金融危機は、発展途上国に典型的な内国債市場からの資本引揚げである。10月の3週間の間に、4000億フォロントの資本が内国債市場から引き揚げられ、それに伴ってフォロント売り、外貨買い一色になり、フォロント平価が暴落したのだ。

なぜハンガリーが

それにしても、なぜハンガリーが投資引揚げの標的になったのだろうか。ジュルチャーニヤや社会党はあたかも天災のような自然災害が突然襲ったような感覚でいる。ヴェレシュ蔵相などは、FIDESZが10年前の状態に戻ったと批判したのにたいし、「80年前の大恐慌時代の到来だ」と自らの責任を類被りしている。しかし、今回のハンガリーの「金融危機」は自然災害でも天災でもない。自らが蒔いた種から生じた人災だ。だから、国民に一致団結を訴えるなら、同時に自らの責任をも明確にしなければならない。その反省なしに、天災に備えて大同団結だけを訴えるなら、危機を利用したただの政権延命にすぎない。

ハンガリーが標的になったのには当然、それなりの理由がある。1994年の対外債務危機の際には、ボクロシュ・パッケージと呼ばれる引締め策とサムライ債の集中的発行で何とか、デフォルトを免れた。当時、メキシコ危機が勃発し、それとの関連でハンガリーのリスクが議論されたが、ハンガリーは内国債市場を外人投資家に全面開放しておらず、メキシコのようなリスクはなかった。内国債市場をアメリカの投資家に開放して財政赤字を補っていたメキ

シコと比べてリスクを議論する国際論調は見当違いだった。

しかし、今回は違う。EU加盟の準備過程で、内国債市場への外資参入制限は撤廃され、自由市場になっている。ハンガリーのような対外累積債務が大きく、財政赤字幅が大きい国は、ホットマネーの流入に十分な注意を払う必要がある。しかし、FIDESZ政権も2期続いた社会党政権も、1990年代の対外債務問題を忘却し、選挙勝利のためにポピュリスト政策を競ったため、財政赤字の垂れ流し状態が続いた。天災は忘れる頃にやってくるというのが、それは人災も同じ。国の債務の累積を放置してきた社会党政権の責任は非常に重い。「天災のようなものだから責任はない」というのはまったく詭弁にすぎない。今回のハンガリーの危機は、発展途上国に見られる典型的な危機なのである。

歴代政権はハンガリーの債務問題を回避するかのようになり、利率を高水準に設定し、かつフォロント平価を高めに誘導する措置をとってきた。これも政策的な誤りである。このような通貨の過大評価がフォロント通貨に幻想を与え、外貨ベースの融資（与信）というリスクの高いビジネスを流行させてきた。フォロントが暴落すれば、消費者の債務問題、ひいては銀行の不良債権が一挙に膨張する。

このような弱点を抱えるハンガリーは、世界的な金融危機における「弱い環」を形成している。投資（投機）家がそのような弱い環に敏感に反応したのが、今回のハンガリーの金融危機である。

IMF 融資

アイスランドなどの国家破産に直面した金融危機国と異なり、ハンガリーの場合、とりあえず内国債市場の著しい売買不均衡が調整されれば、危機は解消される。したがって、売買不均衡が生じてても、資金の流動性不足に陥らないように借入や為替取引が自由にできる条件を作れば、危機が深刻化することはない。IMFが迅速に動いたのも、こういう理由がある。スタンバイクレジットとして、いつでも使えるお金があれば、投資家もリスク回避で慌てて動く必要がなくなるからだ。その意味で、IMF他の協調融資はいわば「見せ金」である。200億ユーロの協調融資は過大に見えるが、見せ金は大きければ大きいほど良いということ。

ただし、これらの協調融資はもちろん無償で提供されるものではない。スタンバイにある融資総額にたいして、年0.25%の手数料が自動的に請求される。

さらに、実際に使った融資分にたいして、年利5-6%の利率がかかり、3-5年で返済することが条件になっている。現在のような金融危機状況になれば、一般市場での資金調達が難しくなるから、IMF融資はとて有難い。しかし、ハンガリーとしては、なるべくこの融資を利用しなくても良い状態を作り出し、対外債務のさらなる累積を避けたい。そのためにも、いっそうの国家財政支出の削減が必要だ。

これからの展望

今回のアメリカのサブプライムローンから発生した国際金融危機は確かに世界経済の各所で大きな衝撃を与えているが、しかし、クルーグマンの「生きているうちに世界大恐慌を眼前にできるとは思わなかった」という感想は、現状分析を専門とする経済学者の言葉とも思われない。ノーベル経済学賞受賞者の現実分析のレベルが分かる。確かに世界経済は金融危機から同時不況状態に突入しつつあるが、それもこれもアメリカの異常な不動産・金融ブームや、日本の輸出企業の一人勝ち状態という異常を調整するための必然的な経路に他ならない。

皆、ブームに乗っていれば負け組にならないから、真の問題を解明しようとしませんが、そもそも、トヨタの経常利益が何年間も1兆円を超えるというのが異常だと思わなければならない。明らかに対ドル、対ユーロの超円安を利用した輸出ブームが、このよ

うな法外な利益をもたらしている。そのような状態が永續する訳がない。それを調整するのが、資本主義の景気循環だ。

他方、このような超円安輸出ダンピングを招いたのが、日本の超低金利政策による円通貨の過少評価であることを忘れてはならない。低金利の円を借りて、欧米市場で投資するキャリー取引が、超円安状態と世界の金融ブームを創ったことも忘れてはならない。アメリカの不動産バブルは超格安の円資金を抜きにしては語れない。欧米金利の切下げで金利差が縮まってれば、当然、キャリーが戻り、円が強くなる。それも市場の正常な動き。1ドル90円を切っても異常とは言えないし、1ユーロ115円前後なら正常状態にあると言えよう。円高への進行を円売り介入で阻止するのは無駄な試みだろう。

実際、エコノミスト誌のビッグマック指数を見ても、今夏の為替レートは異常だった。ユーロ圏は対ドルで50%の過大評価。ハンガリー・フォリントは30%の過大評価。それにたいして、円は対ドルで27%の過少評価。1ドル=80円前後が、ビッグマック平価なのだ。円高に推移している現在の為替動向は、不均衡の是正プロセスなのだ。

本当に、天災も人災も、忘れた頃に、繰り返してやってくる。