

12038

ハンガリー

チーフアナリスト 内藤 寿彦
アナリスト 佐伯 春奈

長期格付

A-

見通し*

安定的

短期格付

—

(長期格付は、原則として外貨建長期発行体格付を表示)

1. 概要

中東欧にある中規模国であり、19年の人口は約980万人、名目GDPは1,600億米ドルを超える。経済体制移行後の90年代初頭から、経済改革に取り組むとともに他の中東欧諸国に先駆けて外国資本を積極的に取り入れてきた。99年にはNATO加盟、04年にはEU加盟国として認められた。経済は国際貿易や金融を通じた欧州諸国との結びつきを強め、輸出指向型の構造となっている。10年5月に誕生したピクトルオルバン政権は堅固な政治基盤を背景に世界的な金融危機以降の経済低迷からの脱却を図るため非伝統的ともいわれる政策を推し進めてきた。これにより、構造改革が進展するとともに経済が再生し、これまでよりも堅固な経済基盤が構築されている。

2. 政治社会情勢・経済政策

90年に初の自由選挙が行われ、複数政党を有しているほか、政権交代が度々起こるなど議会制民主主義制度が機能している。EU加盟交渉の過程では政治、経済、財政制度など広範な見直しが行われ、EU基準に適合した制度が構築され安定した政治社会を築いている。10年春に行われた総選挙では、保守右派のフィデスハンガリー市民同盟とキリスト教民主国民党連合が全議席数の3分の2を獲得し、98年に続く第二次オルバン政権が発足した。続く14年4月、18年4月の総選挙でもいずれも3分の2の議席を獲得し、オルバン首相が続投している。

オルバン政権は、政府の役割を重視した政策を推進している。政治面では、新憲法の制定、国会議員定数削減、選挙制度改革などを矢継ぎ早に実施し

た。経済財政面でも経済の再生や財政の安定を図るため、労働市場、年金制度、財政制度、金融システムなどの広範な改革を実施してきた。特定産業を対象とした特別課税、民間年金資産の政府部門への移転、外貨建住宅債務者救済策など非伝統的ともいわれる政策を導入し、当初は投資家やメディアからの批判を浴びた。特別課税や民間年金資産の政府部門移転による財源は財政健全化や経済対策に充当された。また、外貨建住宅債務者救済策も銀行に負担を強いたが、懸案となってきた問題の解決に大きく貢献した。この他、メディア活動を制限する新メディア法や中央銀行の独立性を制限した新中央銀行法の制定なども行われ、EUからEU法に違反しているとの指摘を受けた経緯がある。また、難民政策や司法制度改革を巡ってEUと政府の対立が続いているが、既に高度な政治、社会、経済制度をEU加盟過程で導入しており、この問題が21年～27年を対象としたEU基金割当額の大幅な減額などに至らなければ影響は限定的とみている。

3. 経済基盤

経済は比較的発展しており、自動車・化学産業を中心に輸出指向が強い構造であり、一人当たりGDP（購買力平価）は18年から3万米ドルを超えており、JCRが格付しているAレンジのソブリンの中でも高い部類に入る。90年代初頭から欧州を中心に外国資本を積極的に取り入れ、貿易や金融を通じてこれら国々との経済関係を強めてきた。現状では輸出のうち9割が欧州向け、ドイツが3割近くを占めており、欧州、特にドイツのサプライチェーンに深く組み込まれている。

オルバン政権は金融危機後の経済の再生に向けて、ぜい弱な金融システム、低い雇用率、多額の政府債務や対外債務などの構造問題の解消にめどをつけ、経済は内外需要により拡大している。金融システムの大幅な改善により銀行の民間への貸出余力が増したほか、雇用率の大幅な引き上げに成功し経済拡大に必要な雇用者を供給している。政府債務はGDP比でほぼ金融危機前の水準まで低下し、債務構造も外貨建てや非居住者保有を抑制するなど改善している。また、自動車産業など外国資本の誘致にも積極的に取り組み、19年末の外国からの直接投資残高（IIP）はGDP比で8割まで増加している。EU加盟後EU基金から多額の補助金を受領しており、この資金を有効活用して、政府は社会資本の整備も進めてきた。07年から13年には250億ユーロ（07年名目GDP比25%）が支給されたほか、14年から20年には220億ユーロ（14年名目GDP比21%）を超える資金が供給される。この間の実質GDPの構成比をみると輸出と投資が19年には110%、28%台と大幅に上昇しており、経済がより輸出や投資にシフトしている。資金循環をみても純対外債務が縮小する中で純家計貯蓄の拡大が顕著である。産業構造でもドイツを中心に世界の自動車会社や部品製造会社が工場を設立しており、自動車産業は工業生産の3割近く、輸出の2割以上を占める主要な産業となっている。この中でも自動車OEMはドイツを除いた他国の中でも生産効率が高い国の一つと言われている。また、欧州で需要が拡大している電気自動車用の電池生産の一大拠点となりつつある。このように、オルバン政権の経済改革によって経済基盤が強化されている。

4. 経済動向

経済成長率は、08年から12年には金融危機の影響などから低迷した。しかし、13年末頃からは輸出やEU基金からの資金流入による公共投資の拡大、さらには政府や中央銀行の政策効果から回復に転じ、14年には個人消費の回復も寄与し4.2%成長となった。15年、16年経済はEU基金からの資金流入縮小による公共投資の減少から減速したものの、17年は4.3%と堅調な個人消費や新たなEU基金（14年～20年）による資金流入増による投資増から回復に転じた。

18年、19年の経済は欧州経済が減速する中でも輸出が底堅く推移したほか、内需拡大により5%前後の高い成長率を記録した。19年はEU内でもアイルランドなどに次ぐ高い成長となった。個人消費

は、雇用増、最低賃金の引き上げ、減税などが拡大に寄与している。投資は企業投資や14～20年を対象としたEU基金を活用した公共投資、さらには政府の住宅促進策による住宅投資などから拡大し高い伸びとなった。他方、雇用率が大幅に上昇する中、失業率は19年には3.4%と過去最低を更新しており、労働市場がひっ迫し始めている。消費者物価は労働者不足や最低賃金引き上げによる賃金上昇などから19年には3.4%まで上昇したが、生産性の上昇によって賃金上昇の影響はある程度抑えられている。先行き経済は、欧州経済の減速、労働者不足、金融政策の正常化などから鈍化するものの、自動車関連の投資拡大による生産能力の増強が続くため3～4%の成長を続けるとみている。今後21年から27年予算におけるEU基金から加盟国への配分が決定されるがその行方を注視している。

5. 金融システム動向

金融システムは14年に外貨建住宅貸出を自国通貨に転換する債務者救済策が導入されてから改善が顕著である。救済策導入当初、銀行業績は引当金増から大幅な赤字を余儀なくされたものの、その後は改善傾向にある。銀行の貸出残高もGDP比で5割を超える程度といまだ低水準ながら、金利低下や政府と中銀による促進策なども奏功し17年頃から非金融法人や家計とも増加に転じ、18年、19年とも二桁の伸びを示している。銀行業績も総収益増や貸倒引当金繰入額の縮小などから19年は過去最高の黒字を計上する見込みである。低金利の中でも民間向け貸出増により純金利収益が増加する中、非金利収益も手数料など中心に増加し総収益が拡大している。また、経費、貸倒引当金繰入額とも低位に抑えられている。不良債権比率も19年には5%以下まで低下、自己資本比率も18%前後とリスクに対する備えも十分である。足元で都市部の住宅価格が上昇しているものの、家計の債務残高はGDP比で依然低水準にとどまっているほか、LTVも低位に抑えられているため当面問題はなとみている。

6. 対外ポジション

対外債務、純対外債務残高（IIP）ともGDP比ではJCRが格付しているAレンジのソブリンと比べてもまだ大きい。19年末にはそれぞれ同80%、同50%を下回ったとみられる。経常収支は自動車など生産能力の増強を背景に輸出が拡大したことから10年から黒字に転じたが、18年、19年は内需拡大に

よる輸入増を受けてGDP比1%を下回る小幅な赤字となった。自動車関連の生産能力の増強が続いており、内需減速とともに再び経常黒字に転じるとみている。対外流動性は19年に小幅な経常赤字となったもののEU基金からの資金流入により資金の純流入国となっている。

EUの制裁措置がEU基金割当額の大幅な減額となった場合、経済、財政への影響が大きく、格付の下方圧力となる。

JCR

7. 財政基盤

安定した政治基盤を背景に政府は債務の抑制に向け、11年初から財政健全化策を数次にわたって導入してきた。また、政府債務の上限を憲法で規定するなどの対策も講じてきた。一般政府財政赤字（ESA2010）は、12年以降GDP比3%以内を堅持しており、19年も政府予算とほぼ同じく2%前後になるとみられる。引き続き歳出が抑制される中、経済拡大による付加価値税や個人所得税など税収増が寄与した。政府は20年以降も財政赤字をGDP比で縮小させる計画であり、20年予算では財政赤字をGDP比1.0%、不測の事態に対処するための同1%相当の準備金も計上している。19年末の一般政府債務残高（ESA2010）は07年以来となるGDP比70%以下になったとみられ、数年内にはJCRが格付するAレンジのソブリンの平均水準まで低下するとみている。また、政府のSelf-Financing Programにより、家計や銀行など国内市場を中心に自国通貨建て資金調達を増やしており債務構造も改善している。一般政府債務のうち非居住者および外貨建て債務の構成は12年末のそれぞれ66%、40%から19年末には34%、17%と大幅に低下している。

8. 総合判断・格付の見通し

JCRは今回の年次格付見直しにおいて、ハンガリーの格上げを実施した。これは、政府や中銀の有効な経済政策の導入による経済基盤の強化、歳入基盤の安定化による財政の健全化、政府債務や対外債務がGDP比で縮小傾向にあることなどによる。経済は内需拡大から5%前後の高い成長を続けているものの、先行き3~4%の安定成長に回帰していくとみている。また、消費者物価は賃金上昇などから上昇傾向にあるものの、生産性の上昇によってある程度上昇率は抑えられている。政府債務、対外債務のGDP比はまだ高いものの、安定した経済成長の中で先行きも縮小傾向が続くとみている。

政府債務や対外債務がGDP比でさらに低下した場合などは格付上ポジティブな要素となる。EU経済など外部環境の悪化、労働不足が深刻化、さらには

12038 ハンガリー

●主要経済財務指標

	単位	2015	2016	2017	2018	2019F
名目GDP	10億米ドル	124.5	127.5	141.6	157.9	163.6
人口	百万人	9.9	9.8	9.8	9.8	9.8
一人当りGDP(PPP)	米ドル	26,668	27,171	29,159	31,081	32,500
実質GDP成長率	%	3.8	2.2	4.3	5.1	4.9
消費者物価上昇率	%	-0.1	0.4	2.4	2.8	3.4
失業率	%	6.8	5.1	4.2	3.7	3.4
一般政府歳入/GDP	%	48.7	45.4	44.6	44.4	44.6
一般政府歳出/GDP	%	50.6	47.2	47	46.7	46.6
一般政府財政収支/GDP	%	-2.0	-1.8	-2.4	-2.3	-2.0
一般政府債務/GDP	%	76.2	75.5	72.9	70.2	66.4
経常収支/GDP	%	2.4	4.5	2.3	-0.5	-0.6
対外債務/GDP	%	106.3	96.3	84.1	80.1	74.7
対外債務/財・サービス輸出	%	120.8	110.4	96.5	94.4	90.3
外貨準備高/月間財・サービス輸入	倍	4.1	3.2	2.8	3.1	3.0
外貨準備高/短期対外債務	倍	2.1	1.8	2.0	2.1	1.7

※19年はJCR予測値

(出所) ハンガリー統計局、ハンガリー国立銀行

●格付明細

(単位：百万円、%)

対象	格付	見通し*	発行額	利率	発行日	償還期限	公表日
自国通貨建長期発行体格付	A	安定的	-	-	-	-	2020.02.21
外貨建長期発行体格付	A-	安定的	-	-	-	-	2020.02.21
第6回円貨債券(2018)	A-	-	30,000	0.37	2018.03.22	2021.03.22	2020.02.21

●長期格付推移

(外貨建長期発行体格付またはそれに準ずる格付)

日付	格付	見通し*	発行体名
1996.08.02	BBB+	-	ハンガリー
1999.11.25	A-	-	ハンガリー
2003.05.16	A	安定的	ハンガリー
2006.10.04	A-	安定的	ハンガリー
2008.10.21	#A-	ネガティブ	ハンガリー
2008.12.18	BBB+	ネガティブ	ハンガリー
2010.03.05	BBB+	安定的	ハンガリー
2011.03.31	BBB+	ネガティブ	ハンガリー
2012.04.03	BBB	ネガティブ	ハンガリー
2014.03.18	BBB	安定的	ハンガリー
2016.02.17	BBB	ポジティブ	ハンガリー
2017.02.21	BBB+	安定的	ハンガリー
2019.03.27	BBB+	ポジティブ	ハンガリー
2020.02.21	A-	安定的	ハンガリー

*「見通し」は、外貨建長期発行体格付の見通し。クレジット・モニターの場合は、見直し方向を表示。

本ウェブサイトに記載された情報は、JCRが、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCRは、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCRは、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCRは、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCRの格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCRの格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っております。JCRの格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。JCRの格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。