

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

BBB+

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

中東欧における中規模な国の一つであり、16年の名目GDPは1,137億ユーロ、人口は983万人。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。08年の世界的な金融危機では、経常、財政赤字の拡大から対外債務が増加する中、IMF/EUから200億ユーロ（08年名目GDP比18%）の金融支援を余儀なくされた。しかし、10年5月に就任したビクトルオルバン政権は堅固な政治基盤を背景に低迷している経済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。これによって、経済の再生とともに、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、政権交代などが行われ、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との連合が全議席数の3分の2を堅持し、98年に続く第二次オルバン政権が発足した。続く14年4月の総選挙でも3分の2の議席を獲得し、オルバン首相が続投している。18年4月には次回総選挙が予定されている。

現状の支持率をみると、現与党は経済再生や移民問題などの対応が評価され、他政党を大幅に引き離し、高い支持率を維持していることから、過半数を確保するのがほぼ確実とみられる。

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な政策を導入し、当初は国際投資家やメディアの間で議論を招いた。特別課税や民間年金資産の政府部門への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解決に大きく寄与した。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の制定なども行われ、EU法に違反しているとの指摘を受けた経緯がある。

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、16年の一人当たりGDP（購買力平価）は約2.7万米ドル。一人当たりGDP（購買力平価）はJCRが格付しているBBBレンジのソブリンの中では最も高い。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。16年末の外国からの直接投資残高は

GDP比で9割近くまで増加している。これに呼応し名目GDPの輸出構成比17年には90%に達し中東欧諸国内ではスロバキアに次いで高い比率となっている。輸出のうち8割がEU向け、ドイツが3割近くを占めるなどEUのサプライチェーンに深く組み込まれている。また、EU加盟後、EU基金から多額の補助金の受領が可能となっており、この資金を有効活用し、政府は社会資本の整備を進めている。07年から13年には250億ユーロ（07年名目GDP比25%）、14年から20年には220億ユーロ（14年名目GDP比21%）を超える資金が支給される予定である。

4. 経済動向

年平均実質GDP成長率は、00年代前半には4%を超えていたものの、08年から12年には金融危機の発生などから▲1%と落ち込んだ。世界的な需要の落ち込みによる輸出の減少に加えて、急拡大してきた家計や銀行の債務削減の動きが強まり、個人消費や投資などの内需も大幅に落ち込んだ。13年末からは輸出や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による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て4.2%成長となった。15年、16年はEU基金からの資金流入の縮小による公共投資の減少から減速したが、17年には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拡大などから4.0%（速報値）まで加速している。こうした経済の拡大は、脆弱な金融システムや低い雇用率さらには多額の政府および対外債務などの構造問題が解消されつつあることが後押ししている。17年の失業率は4.2%と過去最低を更新するなど労働需給が引き締まる中、最低賃金も引き上げられており、雇用者所得は高い伸びを示している。また、自動車関連産業の能力増強投資も引き続き行われており、輸出増とともに生産性の上昇にも寄与している。物価は17年には燃料価格の回復などから16年の0.4%から2.4%まで上昇したが、最低賃金の大幅な引き上げの影響は限定的である。先行き経済は、EU基金からの資金流入の縮小からやや減速するものの、3%程度の成長を続けるとみている。物価は堅調な国内需要や賃金上昇を受けて緩やかに上昇していく見通しである。

5. 金融システム

金融システムは、金融危機を受けて悪化したものの、政府や中央銀行による対策により、現状では

安定した状況を取り戻している。金融危機を受け、それまで拡大してきた外貨建住宅貸出債権が大幅に劣化した。これにより、銀行はさらなるリスクを回避するため貸出を大幅に縮小し経済回復の足かせとなってきた。これに対し、政府は15年初に外貨建住宅貸出の殆どを自国通貨に転換する決定を下した。また、銀行が保有する不良化した商業不動産債権の買い取り機関が設立され買い取りが進められた。また、中央銀行は減少が続いている銀行の民間向け貸出残高を増やすため銀行を通じた中小企業向け融資支援策（Funding for Growth Scheme）を導入した。銀行は自国通貨への転換、貸出金利の引き下げ、債務者に対する補償費用の支払いに応じることとなった。銀行はこれにより大幅な引当金の計上を余儀なくされ14年の銀行利益は過去最大の赤字を計上した。しかし、補償金は元本削減に充当され、債権も自国通貨建に転換され、大幅なリスクの低減が図られた。15年には銀行の業績は回復に転じており、17年には貸倒引当金戻し入れなどから大幅な黒字を計上する見込みである。また、不良債権比率も17年9月末には4%台まで低下、自己資本比率も20%を超えるなどリスクに対する備えも十分である。銀行の貸出残高も中央銀行の貸出促進策などが剥落する中でも増加を続けている。

6. 対外ポジション

対外債務はJCRが格付しているBBBレンジのソブリンと比べ依然大きいのが、銀行部門を中心に削減が続く09年末のGDP比148%から17年9月末には同90%近くと金融危機（08年～09年）前の水準まで低下した。IMF/EU融資も16年初に完済している。経常収支は10年から黒字に転じており、17年は内需拡大による輸入増から黒字幅が縮小しているものの、GDP比4%近い黒字を計上したとみられる。自動車産業の生産能力の増強が続いており、EU経済の落ち込みなどがなければ経常黒字の持続が可能である。対外流動性は17年には経常黒字が縮小したがEU基金からの資金流入増から引き続き安定している。政府、銀行、家計とも外貨建債務や対外債務を削減しており、外的ショックに対する脆弱性も改善している。

7. 財政基盤

安定した政治基盤を背景に政府は債務の削減に向け、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、政府債務の抑制を憲法で規定

するなどの対策を講じてきた。これにより、一般政府財政赤字（ESA2010）は、12年以降GDP比3%以内を堅持してきたが、17年も政府目標をやや下回り2%程度に収まったとみられる。17年は雇用者の社会保障負担の軽減、法人税率の引き下げ（EU内で最低）、特定食品の付加価値税率引き下げ、さらには公共投資増などの選挙対策が導入されたものの、経済拡大や物価上昇により歳入が増加した。政府は18年以降も財政赤字をGDP比で3%以内に抑える方針である。18年予算では財政赤字を同2.4%とし、不測の事態に対処するための準備金も計上されている。一般政府債務残高（ESA2010）は依然大きいですが、11年末のGDP比80%から17年末にはGDP比72%前後まで縮小したとみられる。ただ、欧州統計局との交渉結果次第では、国有ハンガリー輸出銀行の債務が加わるため、同比率は2パーセンテージポイント上昇しGDP比74%前後となる可能性がある。債務構造も家計や銀行など国内市場から自国通貨建てで資金調達をしてきたことから改善している。中央政府の債務のうち非居住者および外債建債務の構成は11年末のそれぞれ69%、49%から17年末には37%、22%と大幅に低下している。

8. 総合判断・格付の見通し

格付は、比較的発展し輸出指向が強い経済基盤、構造改革の進展、外的ショックに対する耐性の改善などを主に評価している。他方、いずれもGDP比で改善傾向にあるものの依然大きい対外債務や政府債務などが格付の制約要因となっている。

格付の見通しは安定的である。政府の有効な経済政策の導入によって脆弱な金融システム、低い雇用率、多額の政府債務および対外債務など構造問題が解消に向かっている。また、EU基金の活用、さらには財政・金融政策なども支援となり、経済は内需主導で拡大を続けている。18年4月に総選挙が予定されているものの、財政赤字は引き続き抑制されている。次回総選挙でもフィデス・ハンガリー市民同盟が率いる現与党が議席の過半数を確保するのが濃厚であり、選挙後も現状の政策が維持される。先行き外部環境に大きな変化がなければ、経済は拡大を続け、対外債務、政府債務などがさらに縮小していくとみている。

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。一方、引き締まった労働需給が解消されない場合などは格付上ネガティブな要素となる。政府が引き締まる労働需給の改善や潜在成長率の引き上げが出来ない場合

には、経済成長率は低下を余儀なくされる。しかし、当面は公的部門の雇用者、在外ハンガリー人などが民間部門への労働供給に寄与する。また、政府は潜在成長率の引き上げに向け、民間部門と協力して取り組みを強化している。

JCR

12038 ハンガリー

●主要経済財務指標

	単位	2013	2014	2015	2016	2017E
名目GDP	10億米ドル	135	140	123	126	139
人口	百万人	9.9	9.9	9.9	9.8	9.8
一人当りGDP(PPP)	米ドル	24,463	25,645	26,689	27,008	27,800
実質GDP成長率	%	2.1	4.2	3.4	2.2	4.0
消費者物価上昇率	%	1.7	-0.2	-0.1	0.4	2.4
失業率	%	10.2	7.7	6.8	5.1	4.2
一般政府歳入/GDP	%	46.6	46.8	48.2	44.8	44.3
一般政府歳出/GDP	%	49.3	49.5	50.2	46.7	46.2
一般政府財政収支/GDP	%	-2.6	-2.7	-2.0	-1.9	-2.0
一般政府債務/GDP	%	76.0	75.2	74.7	73.9	72.0
経常収支/GDP	%	3.8	1.5	3.5	6.1	3.8
対外債務/GDP	%	117.8	114.7	107.1	96.2	86.1
対外債務/財・サ輸出	%	137.5	130.9	118.7	107.4	96.2
外貨準備高/月間財・サ輸入	倍	5.1	4.8	4.0	3.2	2.8
外貨準備高/短期対外債務	倍	2.0	2.1	2.1	1.9	1.9

(注) 17年はJCR予測

(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
外貨建長期発行体格付	BBB+	安定的	-	-	-	-	2018.03.01
自国通貨建長期発行体格付	A-	安定的	-	-	-	-	2018.03.01
第6回円貨債券(2018)	BBB+	-	30,000	0.37	2018.03.22	2021.03.22	2018.03.14

●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

*「見通し」は、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ことを問わず、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ことを問わず、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。